

До биржи

Как оценивать частные компании, управлять риском и встраивать их в портфель — от pre-IPO и late-stage VC до growth и private equity.

История и этапы частных рынков, методы оценки непубличных компаний, разбор громких провалов и взлётов — и, главное, как честно встроить pre-IPO в портфельную теорию: доля, риск, ликвидность, диверсификация. Без хайпа и без страшилок — с цифрами, схемами и реальными кейсами.

◆ 6 частей · 25 глав

◆ Методы оценки по шагам

◆ Портфельная теория

◆ Реальные кейсы

УРОВЕНЬ

Инвестор → профи

ФОКУС

Оценка · риск · портфель

ОБЪЁМ

≈230 страниц

УЧЕБНОЕ ИЗДАНИЕ · 2026

Как читать эту книгу

Pre-IPO — это покупка доли в компании до её выхода на биржу. Звучит просто. На деле это отдельный мир со своими правилами: неликвидность, непрозрачные оценки, преференции, годы ожидания и риск потерять всё. И одновременно — шанс войти в будущего гиганта на той стадии, куда раньше пускали только крупные фонды.

Эта книга — попытка разобраться в этом мире честно. Мы пройдем его историю, научимся оценивать частные компании, разберём, почему одни сделки принесли сотни иксов, а другие обнулились, и — главное — поймём, как встроить pre-IPO в разумный портфель, а не в казино.

Части самостоятельны: интересна оценка — идите в Часть 3, интересуется портфель — в Часть 5. Каждую главу завершает блок «В двух словах».

! ВАЖНО

Это образовательный материал, а не инвестиционная рекомендация. Pre-IPO — высокорисковый и неликвидный класс активов; можно потерять весь вложенный капитал. Все цифры и оценки быстро устаревают — сверяйтесь с первоисточниками и консультируйтесь со специалистом.



Числа в примерах-расчётах помечены как **иллюстративно** — они показывают логику метода, а не реальную сделку. Эмпирические и исторические утверждения снабжены пометкой «источник» или ссылкой на приложение «[Источники](#)». Диапазоны вроде «×5–20» или «3–8 лет» — ориентиры порядка величины, а не гарантии. Здесь важно и разграничение: **pre-IPO** — не строго определённая стадия и не обещание скорого IPO; это поздние частные раунды и вторичные сделки, соседствующие с late-stage VC, growth equity и private equity, а разные классы акций одной компании несут разные экономические права.

Содержание

ЧАСТЬ 1 · МИР ЧАСТНОГО КАПИТАЛА

- 1 Что такое pre-IPO
- 2 Жизненный цикл: от seed до IPO
- 3 Кто есть кто на рынке
- 4 Как устроены сделки: primary и secondary

ЧАСТЬ 2 · ИСТОРИЯ РЫНКА

- 5 Рождение венчура и частных рынков
- 6 JOBS Act и эпоха «единорогов»
- 7 Волны рынка: доткомы → 2021 → коррекция
- 8 Инфраструктура вторичного рынка

ЧАСТЬ 3 · МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

- 9 Почему оценка частной компании — искусство
- 10 Метод сопоставимых компаний
- 11 DCF и его пределы для стартапов
- 12 Venture-метод, Беркус, scorecard
- 13 409A, преференции и waterfall
- 14 Мультипликаторы, mark-to-market, дисконты

ЧАСТЬ 4 · ПРОВАЛЫ И ВЗЛЁТЫ

- 15 Взлёты: ранние доли, сделавшие иксы
- 16 Провалы: WeWork, Theranos, FTX
- 17 Уроки: пузыри, governance, хайп

ЧАСТЬ 5 · PRE-IPO В ПОРТФЕЛЬНОЙ ТЕОРИИ

- 18 Основы: Марковиц и эффективная граница
- 19 CAPM, бета и частные активы
- 20 Ликвидность, риск и «сглаженные» доходности

- 21 Как встроить pre-IPO в портфель
- 22 Управление рисками и выходами

ЧАСТЬ 6 · ПРАКТИКА И БУДУЩЕЕ

- 23 Как инвестору получить доступ
- 24 Красные флаги и чек-лист due diligence
- 25 Будущее частных рынков

ПРАКТИКУМ И ПРИЛОЖЕНИЯ

- Практикум: задания и решения
- Глоссарий
- Хронология рынка
- Что читать дальше
- Источники
- Предметный указатель

01

— ЧАСТЬ ПЕРВАЯ

Мир частного капитала

Что такое pre-IPO, чем частная компания отличается от публичной, как выглядит путь от гаража до биржи и кто населяет этот рынок — фонды, синдикаты, платформы вторичного рынка.

1 · Что такое pre-IPO

2 · Жизненный цикл

3 · Кто есть кто

4 · Сделки

Что такое pre-IPO

Представьте, что вы могли купить долю Facebook в 2007-м. Не акцию на бирже, которой ещё не было, а кусочек компании напрямую. Вот об этом и речь. О рынке, где сделки идут за закрытыми дверями, а цена не мигает на экране каждую секунду.

Начнём с простого. **Pre-IPO** (буквально «до первичного размещения») — это покупка доли в частной компании до того, как она вышла на биржу. Всё. Никакой магии. Вы даёте деньги, получаете акции — только эти акции нельзя продать одним кликом в приложении брокера, потому что их нигде не котируют.

Слово «pre-IPO» звучит солиднее, чем есть на самом деле. Маркетологи любят лепить его на всё подряд: и на сделку с компанией, которая подаст заявку на биржу через полгода, и на вложение в стартап, которому до выхода лет семь, а может, и никогда. Разница огромная. Поэтому давайте сразу договоримся о системе координат — из чего вообще состоит мир частного капитала и где в нём живёт настоящее pre-IPO.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Частная компания (private company)

Компания, чьи акции не торгуются на публичной бирже. Её доли переходят из рук в руки по договорённости сторон, а не через биржевой стакан. Она не обязана публиковать квартальную отчётность для всех желающих и подчиняется куда более мягким требованиям к раскрытию.

Частное против публичного: четыре отличия, которые меняют всё

Публичная компания — как квартира с прозрачными стенами на площади с толпой покупателей. Частная — как загородный дом за высоким забором, который продают только по знакомству. Оба — недвижимость. Но правила игры разные до

неузнаваемости. Разберём по пунктам.

Ликвидность. На бирже вы продаёте акцию Apple за секунды и по понятной цене. В частной компании выход — целое предприятие: найти покупателя, согласовать цену, получить разрешение самой компании, дождаться закрытия сделки. Недели, а то и месяцы. Иногда выхода нет вовсе — сидите и ждёте IPO или продажи бизнеса. Это не баг, это природа рынка.

Раскрытие. Публичная компания в США сдаёт в SEC тонны отчётности: форма 10-K раз в год, 10-Q каждый квартал, 8-K при существенных событиях. Всё это лежит в открытом доступе. Частная компания? Показывает цифры кому хочет и когда хочет. Вам могут дать красивую презентацию на двадцать слайдов — и ни строчки аудированной отчётности. Вы покупаете отчасти вслепую.

Оценка. Цена публичной акции — это консенсус тысяч людей прямо сейчас. Цена частной доли берётся из последнего раунда финансирования, которому может быть год или полтора. За это время бизнес мог удвоиться. Или сложиться пополам. А оценка на бумаге всё та же.

Регулирование. Публичный рынок зарегулирован до последней запятой — именно чтобы защитить неопытного розничного инвестора. Частный рынок регулятор оставил в основном профессионалам, исходя из логики: если у вас есть деньги и опыт, вы сами разберётесь и с рисками, и без няньки обойдётесь.

Параметр	Публичная	Частная (pre-IPO)
Ликвидность	Секунды, биржевой стакан	Недели-месяцы или её нет
Отчётность	Обязательная, публичная	По усмотрению компании
Цена	Рыночная, сейчас	По последнему раунду, с лагом
Кто входит	Кто угодно	В основном аккредитованные
Горизонт	Любой	Годы до события ликвидности

От «за бором» к «на площади»

ликвидность и раскрытие растут вправо



Слева: доля неликвидна, данных мало, риск гибели компании высок.

Справа: выйти легко, всё раскрыто — но и большой рост уже позади.

Схема 1. Единая ось частного капитала. Pre-IPO — предпоследняя станция перед биржей: риск ниже, чем у раннего венчура, но потенциал кратного роста ещё сохраняется.

Спектр частных рынков: не всё, что private, одинаково

Люди часто валят в одну кучу «стартапы», «венчур» и «pre-IPO». А это разные этажи одного здания. Пройдёмся снизу вверх.

- **Венчур (venture capital).** Ранние компании — от идеи до первой выручки. Здесь из десяти вложений девять могут обнулиться, а одно — вернуть весь фонд. Игра в чистые вероятности.
- **Капитал роста (growth equity).** Компания уже доказала, что продукт нужен, растёт на десятки процентов в год, деньги идут на масштабирование. Риск гибели ниже, чек — больше.
- **Pre-IPO / late-stage.** Зрелый бизнес с выручкой в сотни миллионов, часто уже готовит выход на биржу. Именно сюда приходят те, кто хочет «зайти до звонка».
- **Приватизации и выкупы (buyouts, PE).** Иногда движение идёт в обратную сторону: публичную компанию выкупают с биржи и уводят в частные руки, чтобы перестроить без давления квартальных отчётов.

Заметьте: направление не всегда «частное → публичное». Dell в 2013-м ушла с биржи, перестроилась и вернулась. Twitter Илон Маск увёл в частные руки в 2022-м.

Частный статус — это инструмент, а не приговор.

Почему компании так долго не идут на биржу

Вот здесь начинается самое интересное для инвестора. Тридцать лет назад технологическая компания выходила на биржу лет через пять после основания. Netscape провела IPO в 1995-м, будучи совсем юной. Сегодня медиана возраста при IPO выросла грубо вдвое — компании тянут до десяти-двенадцати лет, а некоторые и дольше. Почему?



ИЗ ИСТОРИИ

В 2012 году в США приняли JOBS Act. Он поднял порог, после которого компания обязана раскрываться как публичная: раньше это было 500 держателей акций, стало 2000 (и до 500 неаккредитованных). Мелочь на бумаге — а на деле компании получили право оставаться частными и большими одновременно. Раньше рост числа акционеров сам выталкивал бизнес на биржу. Теперь — нет.

Причина вторая — денег в частном рынке стало столько, что биржа перестала быть единственным источником капитала. Масштаб трудно переоценить: активы под управлением на частных рынках оцениваются уже в **13–22 трлн долларов** (в зависимости от методики охвата), а прогнозы говорят о движении к **30+ трлн к 2030 году**.⁺ источник: McKinsey, Global Private Markets Review, 2024–2026; Preqin, «Private Markets in 2030», 2025 Суверенные фонды, кроссвер-инвесторы, гигантские venture-фонды приносят эти миллиарды прямо в частный периметр. Зачем идти на биржу за деньгами, если их несут на дом?

И причина третья, человеческая. Публичность — это хомут. Квартальная отчётность, аналитики, которые ругают тебя за то, что ты инвестируешь в будущее вместо сиюминутной прибыли, судебные риски, армия юристов. Основатели всё чаще говорят: спасибо, мы ещё побудем частными.



«Программное обеспечение пожирает мир».

— Марк Андриссен, 2011

Следствие для нас с вами простое и неприятное. Значительная часть роста стоимости теперь случается **до** биржи. Когда Uber вышел на IPO в 2019 году с оценкой в десятки миллиардов, ранние инвесторы уже сделали свои иксы. Публике достался хвост истории. Pre-IPO — попытка встать в очередь чуть раньше, чем откроют главный вход.

Кто вообще имеет право сюда войти

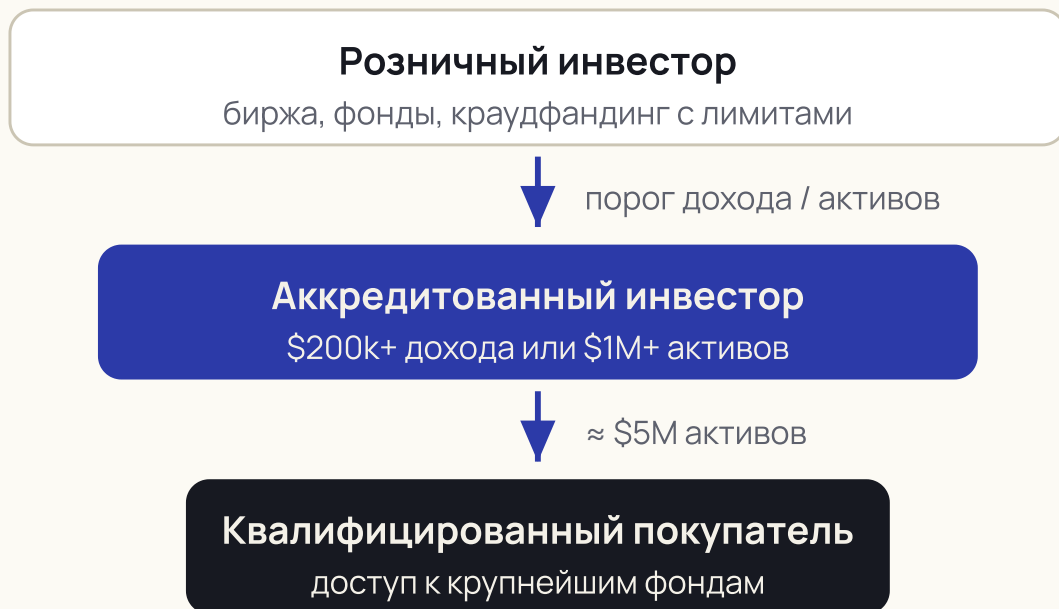
А теперь холодный душ. Частный рынок — не для всех. Регулятор в США (и во многих других юрисдикциях по схожей логике) поставил на входе фильтр под названием **аккредитованный инвестор** (accredited investor).

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Аккредитованный инвестор (по правилам SEC)

Физлицо с годовым доходом выше 200 тыс. долларов (или 300 тыс. на семью) за два последних года — либо с чистыми активами более 1 млн долларов без учёта основного жилья. С 2020 года список расширили: подойдут и обладатели ряда профессиональных лицензий. Смысл фильтра: пустить того, кто способен пережить потерю и разобраться в рисках сам.

Выше есть ещё одна ступень — **квалифицированный покупатель** (qualified purchaser): порог около 5 млн долларов инвестиционных активов. Он открывает доступ к самым крупным и закрытым фондам. Между «розничным» и «квалифицированным» — целая лестница, и чем выше, тем шире выбор.



Чем выше ступень — тем шире доступ и тем меньше защиты регулятора:
предполагается, что вы справитесь сами.

Схема 2. Лестница допуска. Формальный статус решает не всё: к лучшим сделкам ведут ещё и связи, репутация и минимальный чек, о которых закон молчит.

И тут важная оговорка для читателя за пределами США. Формальные пороги в вашей юрисдикции другие, названия другие («квалифицированный инвестор» в российском праве, «professional client» в ЕС), но логика везде одна: рынок делит людей на тех, кому можно рисковать по-крупному без опеки, и всех остальных. Платформы, которые предлагают pre-IPO «любому желающему», обычно упаковывают долю в промежуточную конструкцию — и вот тут стоит читать документы особенно внимательно. К структурам мы ещё вернёмся в четвёртой главе.

Плюсы и минусы: без розовых очков

Соблазн понятен. Ранний вход в компанию, которая станет следующим гигантом, — мечта. Но давайте честно разложим обе чаши весов.

×5–20

потенциал роста
удачной сделки

0

во что
превращается
неудачная

**3–8
лет**

типичный горизонт
до выхода

нет

кнопки «продать
сейчас»

За. Вы входите до того, как рост «отыгран» биржей. Вы не привязаны к безумию котировок, которые скачут от каждого твита. Вы становитесь совладельцем бизнеса, а не билета лотереи с тикером. При удаче — доходность, которой публичный рынок почти не даёт.

Против. Неликвидность — ваш деньги заперты на годы. Непрозрачность — вы знаете о компании меньше, чем хотелось бы. Риск — частная компания может просто исчезнуть, и никакой «стоп-лосс» не спасёт. Плюс комиссии посредников, о которых новичок часто узнаёт последним.

! ОСТОРОЖНО

Оценка «на бумаге» и деньги в кармане — разные вещи. Компания может стоять «10 миллиардов по последнему раунду», а вы не сможете продать свою долю ни за сколько, пока не случится IPO или поглощение. Пока событие ликвидности не наступило, ваша прибыль — это цифра в презентации, а не сумма на счёте.

× ЗАБЛУЖДЕНИЕ

«Pre-IPO — это гарантированный вход в компанию, которая точно выйдет на биржу». Ничего не гарантировано. Значительная доля частных компаний до биржи не доходит вовсе: их поглощают, они стагнируют или закрываются. Слово «pre-IPO» в названии сделки не обещает никакого IPO — оно лишь описывает намерение, которое может не сбыться.

Итак, pre-IPO — не волшебная таблетка и не казино. Это отдельный класс активов со своей физикой: высокий потенциал, высокий риск, длинный горизонт, ограниченный доступ. Понять эту физику — и есть цель книги. А начинается всё с того, что мы уже

сделали: перестали путать частное с публичным. Дальше — интереснее. Посмотрим, как компания проходит путь от идеи на салфетке до звонка на бирже, и где на этом пути ваша точка входа.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Pre-IPO — покупка доли в частной компании до биржи; акции реальные, но продать их одним кликом нельзя.
- ◆ Частное отличается от публичного по четырём осям: ликвидность, раскрытие, способ оценки, регулирование — и по всем четырём частное сложнее.
- ◆ Частный рынок — это спектр: венчур → рост → pre-IPO → выкупы; настоящее pre-IPO живёт у самого края, перед выходом на биржу.
- ◆ Компании остаются частными дольше (JOBS Act, изобилие частных денег, нежелание публичного хомута) — поэтому большой рост всё чаще случается до IPO.
- ◆ Вход ограничен: нужен статус аккредитованного инвестора; выше — квалифицированный покупатель.
- ◆ Плата за потенциал — неликвидность, непрозрачность и риск полного нуля. Оценка на бумаге деньгами на счёте не является.

Жизненный цикл: от seed до IPO

Компания не рождается зрелой. Она проходит стадии, как человек — от первых шагов до карьеры. И на каждой стадии её оценивают иначе, финансируют иначе и покупают в неё долю иначе. Понять эту дорогу — значит понять, где именно вы встаете в очередь.

Есть красивая иллюзия: будто стартап получает деньги один раз — и дальше просто растёт. На самом деле финансирование идёт волнами, раундами. Каждый раунд — это новая порция денег в обмен на новую порцию акций, по новой (обычно более высокой) цене. Компания как многоступенчатая ракета: отработала ступень — сбросила, зажгла следующую.

Давайте пройдем весь путь по порядку. Держите в голове одну мысль: чем позже стадия, тем ниже риск гибели и тем ниже потенциал кратного роста. Это сообщающиеся сосуды. Вы всегда платите за безопасность будущим доходом.

Ступени ракеты: от кухни до биржи

1 Bootstrap и ангелы

Основатели вкладывают своё и деньги близких («friends, family and fools»). Потом приходят бизнес-ангелы — частные лица с чеками от десятков до сотен тысяч долларов. Компании часто ещё нет продукта. Оценка — вопрос веры и презентации.

2 Seed («посевной»)

Первые институциональные деньги. Задача — построить продукт и найти первых пользователей. Оценка — единицы, редко десятки миллионов. Здесь гибнет большинство. Здесь же рождаются легенды.

3

Раунды A, B, C, D...

Каждая буква — новый этап зрелости. А — нашли работающую модель, масштабируем. В — растём на новые рынки. C, D и дальше — уже большой бизнес, оценка растёт с каждым раундом. Приходят всё более крупные фонды.

4

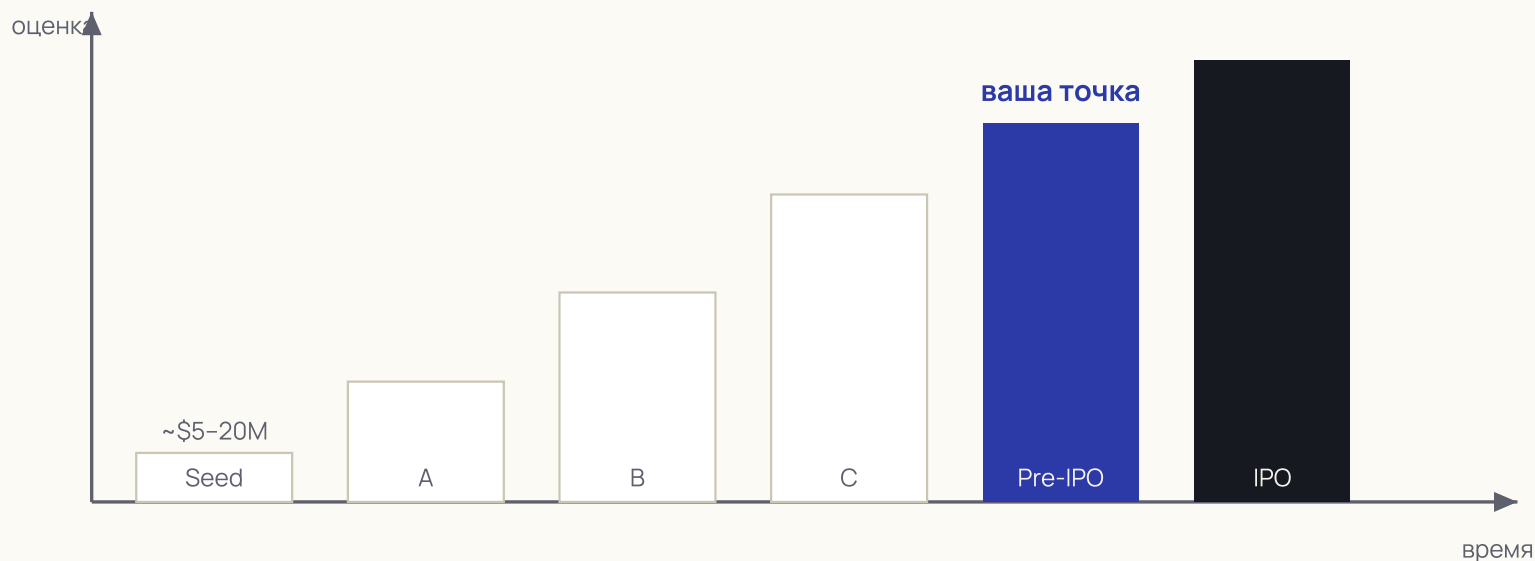
Поздние раунды и mezzanine

Компания зрелая, выручка большая, до биржи рукой подать. Заходят кроссвер-фонды, суверенные фонды, банки. Здесь и живёт настоящее **pre-IPO**.

5

IPO или M&A

Событие ликвидности. Либо выход на биржу (IPO), либо продажа стратегу / другому фонду (M&A). Именно тут ранние инвесторы наконец превращают бумажную прибыль в живые деньги.



Каждый столбец — новый раунд по более высокой цене. Риск падает, но и «иксов» впереди остаётся меньше.

Схема 3. Лестница оценки. Ранний венчур — крутой подъём при огромном риске; pre-IPO — пологая, но более надёжная предпоследняя ступень перед публичным рынком.

Cap table и разводнение: куда девается доля основателя

Теперь ключевая механика, без которой в частном рынке делать нечего. Каждый раунд выпускает новые акции. А раз акций стало больше, доля каждого прежнего владельца в процентах уменьшается. Это называется **разводнение** (dilution).

Cap table (таблица капитализации)

Документ, где расписано, кто и сколько акций компании держит: основатели, фонды, сотрудники с опционами. Это карта собственности. Когда вы входите в сделку, вы должны понимать, какую строчку в этой таблице занимаете и что стоит за вами.

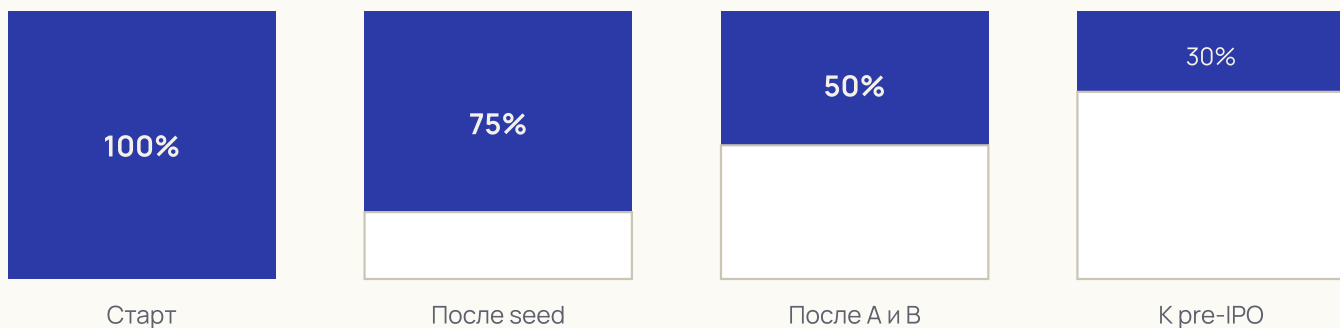
Разводнение звучит пугающе, но само по себе оно не зло. Простой пример. У вас 10% пирога. Компания привлекает деньги, пирог становится вдвое больше — ваша доля падает до условных 7%. Но если весь пирог вырос втрое, ваши 7% от большого пирога стоят дороже прежних 10% от маленького. Меньший кусок большего пирога. Вот вся суть.

“ «Лучше владеть маленьким куском чего-то большого, чем большим куском ничего».

— Инвесторская поговорка

Проблема начинается, когда раунд идёт по цене *ниже* предыдущего — это **down round**. Тогда старые инвесторы разводняются, а пирог не вырос. Больно всем. Ещё больнее, если у новых денег есть привилегии — о них через минуту.

Доля основателя размывается — но каждый кусок стоит дороже (иллюстративно)



Цветной блок — доля основателя; светлый — все остальные инвесторы и сотрудники. Проценты условные.

Схема 4. Типичная траектория: к моменту pre-IPO у основателей нередко остаётся 20–35% компании. Норма, а не трагедия — если оценка выросла кратно.

Pre-money, post-money и лид-инвестор

Три термина, которые звучат как жаргон, но на деле — простая арифметика. Без них вы не поймёте ни одной сделки, поэтому потратим на них минуту.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Pre-money и post-money

Pre-money — оценка компании **до** того, как в неё влили новые деньги. *Post-money* — оценка **после**. Формула детская: $\text{post-money} = \text{pre-money} + \text{сумма раунда}$. Если компанию оценили в 80 млн (*pre-money*) и привлекли 20 млн, *post-money* — 100 млн. А новый инвестор получил $20 / 100 = 20\%$ компании.

Почему это важно лично вам? Потому что от того, «pre» или «post» указана оценка, зависит ваша итоговая доля. Разница в один термин может стоить вам процентов владения. На переговорах об этом спорят всерьёз.

Лид-инвестор (lead investor) — тот, кто ведёт раунд: договаривается о цене и условиях, проводит основную проверку компании, вкладывает самый крупный чек. Остальные — «follow-on» инвесторы — идут за ним на согласованных условиях. Для вас как частного участника присутствие сильного лид-инвестора — важный сигнал: кто-то профессиональный уже провёл DD и поставил свои деньги. Не индульгенция, но полезный ориентир.

◆ КЛЮЧЕВОЕ

У поздних инвесторов часто есть *привилегии*, которых нет у ранних: ликвидационная преференция (право забрать вложенное первым при продаже), антидильютивная защита, право на место в совете. Поэтому «доля 1%» раннего сотрудника и «доля 1%» фонда серии D — юридически совсем не одно и то же. Когда вам предлагают долю, спрашивайте не только «сколько процентов», но и «акции какого класса и с какими правами».

Где на этой дороге стоите вы

Соберём картину. Ранний венчур — территория профессионалов с крепкими нервами: там кратные иксы, но и обнуления через один. Частному инвестору без опыта туда чаще всего рано. Pre-IPO — компромисс: компания уже доказала жизнеспособность, отчётность стала осмысленнее, до события ликвидности год-три. Риск ниже. Но помните первую главу — потенциал тоже уже подъеден теми, кто вошёл раньше.

Стадия	Риск гибели	Потенциал роста	Кто вкладывает
Seed	Очень высокий	×50 и выше	Ангелы, микро-VC
Раунд А-В	Высокий	×10–20	Венчурные фонды
Раунд С-D	Средний	×3–7	Фонды роста
Pre-IPO	Умеренный	×1,5–4	Кроссвер, суверенные, частные
После IPO	Рыночный	Как повезёт	Все

▶ ПРИМЕР

Uber прошёл десяток раундов за десять лет: от посевных денег в 2010-м до гигантских поздних вливаний перед IPO 2019 года. Инвестор seed-раунда к моменту биржи сделал сотни иксов. Инвестор поздних раундов — куда скромнее, а некоторые, кто заходил по пиковой частной оценке, после IPO даже оказались в минусе. Одна компания. Один и тот же успех бизнеса. Совершенно разная доходность — в зависимости от того, на какой ступени ты вошёл.

Вывод, который стоит унести из этой главы: доходность в частном рынке определяется не только тем, во что вы вложились, но и тем, когда. Одна и та же компания раздаёт разным инвесторам совершенно разные результаты. Ваша задача — трезво понимать, на какой ступени ракеты вы пристёгиваетесь, и не платить цену раннего риска за поздний, уже подстрахованный вход. А кто именно сидит рядом с вами в этой ракете — фонды, ангелы, синдикаты — разберём в следующей главе.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Финансирование идёт раундами: bootstrap/ангелы → seed → A, B, C, D → поздние/mezzanine → pre-IPO → IPO или M&A.
- ◆ Чем позже стадия, тем ниже риск гибели и тем ниже потенциал кратного роста — это всегда обмен.
- ◆ Разводнение (dilution) уменьшает долю в процентах, но при растущем пироге меньший кусок стоит дороже прежнего большого.
- ◆ Pre-money — оценка до денег, post-money — после; от этого термина зависит ваша итоговая доля.
- ◆ Cap table показывает, кто чем владеет; акции разных классов дают разные права — «1%» бывает очень неодинаковым.
- ◆ Доходность зависит не только от компании, но и от ступени входа: одна и та же история приносит разным инвесторам разное.

Кто есть кто на рынке

На частном рынке за одним столом сидят очень разные игроки: от вашего дантиста-ангела с чеком в 25 тысяч до суверенного фонда с чеком в миллиард. У каждого своя роль, свои деньги и свои интересы. Разберёмся, кто эти люди — и где во всей конструкции место частного инвестора.

Публичная биржа обезличена: вы покупаете акцию у неизвестного продавца через стакан. Частный рынок — наоборот, насквозь персональный. Здесь важно, кто сидит за столом, потому что от этого зависит и цена, и условия, и сама возможность войти. Познакомимся с участниками — от самых крупных до самых мелких.

Крупная рыба: фонды всех мастей

Венчурные фонды (VC) — классика жанра. Собирают деньги у своих вкладчиков (пенсионные фонды, эндаументы, богатые семьи — их зовут LP) и вкладывают в ранние компании. Известные имена — Sequoia, Andreessen Horowitz, Accel. Их логика — портфельная: из двадцати вложений большинство спишут, но одно-два вернут весь фонд.

Фонды роста (growth equity) заходят позже — когда компания уже растёт и нужен капитал на масштаб. Риск ниже, чеки крупнее, иксы скромнее. Дальше — **private equity (PE)**: эти часто выкупают зрелые компании целиком, нередко с долгом, перестраивают и продают. Мир KKR, Blackstone, Carlyle. С pre-IPO они пересекаются на поздних стадиях.

Отдельная и важная для нашего рынка порода — **кроссовер-фонды (crossover funds)**. Tiger Global, Coatue, Dragoneer и подобные. Они инвестируют и в частные, и в публичные компании, легко переходя границу. Именно кроссоверы в 2020–2021 годах залили частный рынок деньгами, разогнали оценки — а потом, когда рынок остыл, так же резко отступили. Их присутствие в сделке — сигнал: компания близка к бирже.

В 2021 году Tiger Global заключала, по разным подсчётам, чуть ли не по сделке в день — темп, невиданный для частного рынка. Фонды роста платили любые оценки, лишь бы войти. А в 2022-м музыка стихла: ставки выросли, оценки посыпались, многие поздние инвесторы 2021 года оказались в глубоком минусе. Урок на все времена: когда за столом становится слишком шумно и весело — пора проверить, не вы ли здесь тот самый простак.

Мелкая рыба и посредники: сюда попадаете вы

Ангелы — частные лица, вкладывающие своё. Часто бывшие предприниматели, которые дают не только деньги, но и связи. **Синдикаты** — это ангелы, скинувшиеся вместе вокруг лид-инвестора (платформы вроде AngelList сделали это массовым).

Краудфандинг-платформы (в США — Republic, Wefunder по правилам Reg CF) пускают в ранние сделки даже неаккредитованных, но с жёсткими лимитами на сумму.

Есть ещё **family offices** — управляющие капиталом одной богатой семьи; **суверенные фонды** — государственные гиганты вроде саудовского PIF или сингапурских GIC и Temasek, чьи чеки измеряются миллиардами. И, наконец, **сотрудники со стоком** — люди, получившие акции или опционы как часть зарплаты. Именно они — главные продавцы на вторичном рынке: им нужны живые деньги до IPO. Об этом — целая четвёртая глава.

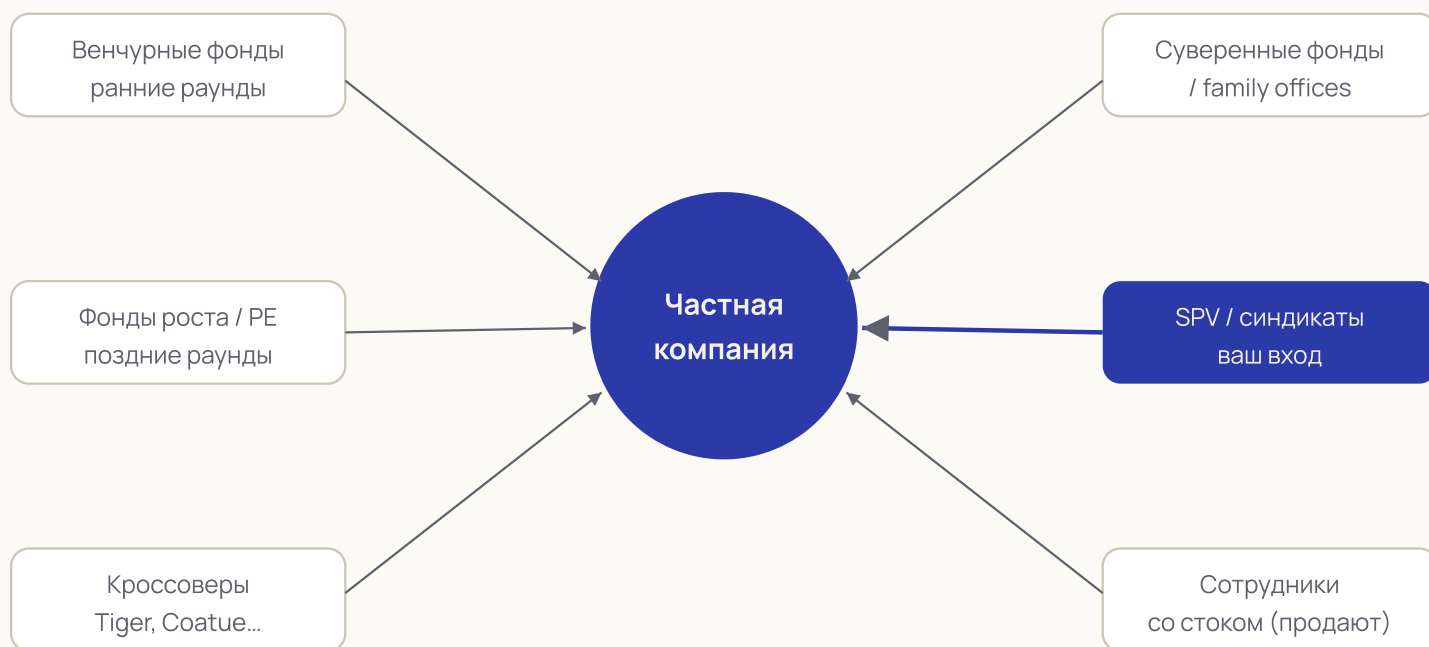


Схема 5. Экосистема вокруг одной компании. Частный инвестор редко входит напрямую — чаще через SPV или синдикат, объединяющий много мелких чеков в один крупный.

SPV и синдикаты: как маленький чек попадает в большую сделку

Здесь — самое практичное для читателя этой книги. Крупная компания на поздней стадии не станет возиться с вашими 10 тысячами долларов. Ей нужен один инвестор с одним крупным чеком и одной строчкой в cap table. Как же тогда частный инвестор вообще попадает в такие сделки?

Ответ — **SPV** (special purpose vehicle, специальная компания-прокладка).

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

SPV (special purpose vehicle)

Отдельное юрлицо, созданное под одну конкретную сделку. Много мелких инвесторов складывают деньги в SPV, а уже SPV одним крупным чеком покупает долю в компании. В cap table компании стоит одна строчка — «SPV такой-то», а внутри неё скрыты десятки, а то и сотни участников. Синдикат — по сути тот же механизм, организованный вокруг ведущего инвестора.

Удобно? Да. Но за удобство платят. Во-первых, вы не акционер компании напрямую — вы владелец доли в прокладке, которая владеет долей. Слой посредничества. Во-вторых, у SPV есть организатор, и он берёт комиссию. В-третьих, вы часто видите меньше информации, чем прямой инвестор. И в-четвёртых — SPV бывают многослойными: прокладка в прокладке в прокладке, и на каждом слое кто-то откусывает свой процент.

! ОСТОРОЖНО

Прежде чем зайти через SPV, задайте три вопроса. Первый: сколько слоёв между мной и компанией? Второй: какие комиссии на каждом слое и сколько всего они съедят от моей прибыли? Третий: SPV владеет акциями напрямую или это forward-контракт (о нём — в главе 4)? Ответы должны быть в документах. Если организатор мнётся — это ответ сам по себе.

Комиссии: правило «2 и 20» и куда утекает ваша прибыль

Профессиональные управляющие работают не за спасибо. Классическая модель их вознаграждения — **«2 и 20»** (2 and 20), и вы обязаны понимать её до копейки, потому что она незаметно, но серьёзно грызёт вашу доходность.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Management fee и carry («2 и 20»)

Management fee — 2% в год от вложенной суммы, которые управляющий берёт просто за работу, вне зависимости от результата. *Carried interest (carry)* — 20% от **прибыли**, которые он забирает при успешном выходе. Отсюда формула «2/20»: два процента ежегодно плюс пятая часть заработка.

Посчитаем на пальцах, чтобы прочувствовать. Управляющий вложил ваши деньги на пять лет. *Management fee* — 2% в год, за пять лет это уже около 10% ваших денег, ушедших ещё до всякой прибыли. Допустим, вложение удвоилось. С прибыли управляющий забирает 20% *carry*. В сумме из вашего «удвоения» ощутимый ломоть уходит посреднику. А если между вами и компанией ещё и SPV со своей комиссией — слоёв сборов становится два. Иногда три.

Куда утекает прибыль (иллюстративно)

Валовая прибыль сделки – 100%

2% fee

20% carry

слой SPV

вам — остаток

Чем больше слоёв посредников — тем тоньше кусок, доходящий до конечного инвестора. Считайте комиссии до сделки, а не после.

Схема 6. Комиссии не выглядят страшно по отдельности, но складываются мультипликативно. На длинном горизонте именно они, а не рынок, часто съедают половину результата.

Таблица участников: роль и типичный чек

Соберём всех за одним столом. Держите эту таблицу под рукой — она помогает быстро понять, с кем вы имеете дело и на своём ли вы месте.

Игрок	Роль	Типичный чек
Бизнес-ангел	Ранние деньги + связи	\$25k-250k
Синдикат	Пул ангелов вокруг лида	\$100k-2М суммарно
Венчурный фонд	Ведёт ранние раунды	\$1М-20М
Фонд роста	Масштабирование	\$20М-150М
Кроссвер-фонд	Поздние раунды, pre-IPO	\$50М-500М+
Суверенный фонд	Крупнейшие поздние чеки	\$100М-1B+
SPV / платформа	Собирает мелкие чеки в один	от \$5k-25k с участника



«Если ты за покерным столом не можешь
понять, кто здесь простак, — простак это ты».

— Покерная мудрость, ставшая инвесторской

И честный итог главы. Частный рынок — это иерархия. На вершине — фонды с профессиональными командами, дешёвым доступом к сделкам и лучшими условиями. Внизу — розничный инвестор, который заходит через несколько слоёв посредников, платит больше комиссий и видит меньше данных. Это не повод отказываться от игры. Это повод играть с открытыми глазами: понимать, где вы в пищевой цепочке, кто зарабатывает на вашей сделке и сколько именно. Кто продаёт вам долю и по какой механике — primary или secondary — разберём дальше. Там прячется ещё несколько ловушек, о которых новичку никто не рассказывает.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Игроки частного рынка: венчурные фонды, фонды роста, PE, ангелы и синдикаты, краудфандинг, family offices, суверенные и кроссвер-фонды, сотрудники со стоком.
- ◆ Кроссверы (Tiger, Coatue) заливают поздний рынок деньгами на подъёме и резко уходят на спаде — их поведение задаёт оценки.
- ◆ Частный инвестор редко входит напрямую: чаще через SPV или синдикат, объединяющий много мелких чеков в один крупный.
- ◆ SPV удобны, но добавляют слои посредничества, комиссии и снижают прозрачность; считайте, сколько слоёв между вами и компанией.
- ◆ Стандарт вознаграждения — «2 и 20»: 2% в год за управление плюс 20% с прибыли; на длинном горизонте это ощутимо.
- ◆ Рынок иерархичен: у розничного инвестора худший доступ и больше сборов — играйте, понимая своё место в цепочке.

Как устроены сделки: primary и secondary

Вы решились и нашли компанию мечты. Но прежде чем перевести деньги — стоп. У частной сделки есть внутренняя механика, и от неё зависит, во что именно вы вкладываетесь: в саму компанию или в чью-то долю. А ещё — не подсунут ли вам вместо акций хитрый контракт, который вовсе не то, чем кажется. Разберём анатомию сделки по косточкам.

Все частные сделки делятся на два больших типа. Разница между ними — фундаментальная, но новички её постоянно путают, потому что снаружи обе выглядят одинаково: «я купил долю в компании». А под капотом — два разных механизма, куда текут деньги и откуда берутся акции.

Primary против secondary: куда идут деньги

Primary (первичная сделка) — компания выпускает новые акции и продаёт их вам. Ваши деньги идут **в компанию** — на разработку, найм, экспансию. Cap table расширяется: акций стало больше, прежние владельцы разводнились. Это то самое «привлечение раунда», о котором мы говорили в главе 2.

Secondary (вторичная сделка) — вы покупаете уже существующие акции у их текущего держателя: раннего инвестора, бывшего или действующего сотрудника. Деньги идут **не в компанию**, а продавцу. Компания новых денег не получает, количество акций не меняется — они просто сменили хозяина. Вторичный рынок обслуживают площадки вроде [Forge](#), [EquityZen](#) и [Nasdaq Private Market](#).

PRIMARY



SECONDARY



Схема 7. Один и тот же результат («у меня доля») — два разных механизма. В primary вы финансируете рост компании; в secondary покупаете ликвидность для того, кто хочет выйти раньше.

Почему вам не всё равно? Потому что это разные ставки. В primary вы делаете ставку на то, что свежие деньги ускорят рост. В secondary вы просто покупаете чужую долю — часто с дисконтом к последней оценке, потому что продавцу срочно нужны деньги. Дисконт бывает вкусным. Но задайте себе вопрос: почему инсайдер продаёт? Иногда — квартиру купить. А иногда — потому что знает то, чего не знаете вы.

◆ КЛЮЧЕВОЕ

В secondary ваш продавец нередко знает о компании больше вас: он там работал или сидел в совете. Дисконт к оценке может быть честной ценой ликвидности — а может быть платой за информацию, которой у вас нет. Не влюбляйтесь в скидку. Спрашивайте, почему её дают.

Tender offer: когда компания сама организует выход

Иногда вторичные сделки проходят цивилизованно и централизованно. Компания сама объявляет **tender offer** — организованный выкуп акций у сотрудников по единой цене, часто с помощью нового крупного инвестора. Это способ дать команде ликвидность, не выходя на биржу. Для сотрудников — глоток воздуха: можно продать

часть акций и не ждать IPO годами. Для внешнего инвестора tender offer — удобная и относительно прозрачная точка входа, потому что цену и правила задаёт сама компания.

▶ ПРИМЕР

Крупные частные компании годами так делают. Классический пример — SpaceX: она проводила регулярные tender offer вплоть до своего рекордного выхода на биржу в 2026-м, и по цене каждого выкупа рынок считывал текущую оценку между официальными раундами. Из тех, кто остаётся частным, тем же способом дают сотрудникам ликвидность, например, Stripe и Databricks. Такой выкуп — удобная точка входа и одновременно ценовой ориентир: он показывает, «сколько стоит» бизнес прямо сейчас.

Барьеры сделки: ROFR, ограничения и Rule 144

А теперь то, обо что спотыкаются почти все новички. Частную акцию нельзя просто взять и перепродать. На пути стоят барьеры, и о них надо знать заранее.

ROFR (right of first refusal, право преимущественной покупки) — самый частый. Прежде чем продать долю вам, держатель обязан предложить её сначала самой компании (или её ключевым инвесторам) по той же цене. Компания может выкупить сама — и тогда ваша сделка просто не состоится, вы зря потратили недели. ROFR прописан в уставных документах почти каждой частной компании.

Ограничения на передачу (transfer restrictions) идут дальше: компания вправе вообще запретить перепродажу без своего письменного согласия. Некоторые компании таким образом жёстко контролируют, кто попадает в их реестр. Ваша красивая сделка может разбиться об один пункт устава.

Rule 144 (правило SEC)

Регулирует перепродажу «ограниченных» (restricted) ценных бумаг в США. Устанавливает минимальный срок владения, прежде чем бумагу можно свободно перепродавать: как правило, около года для акций непубличных компаний. Проще говоря — даже купив долю, вы не сможете мгновенно её сбывать: закон заставит подержать.

Плюс сама сделка обычно оформляется через **эскроу** (escrow) — деньги и документы держит независимый посредник и переводит их сторонам только когда все условия выполнены. И почти всегда есть **минимум** (minimum investment) — порог входа, ниже которого организатор с вами разговаривать не будет: часто это десятки тысяч долларов, а в прямых сделках и куда больше.

Forward-контракт: волк в овечьей шкуре

Отдельного, крупного и подчёркнутого предупреждения заслуживает конструкция под названием **forward contract** (форвардный контракт). Её часто предлагают там, где прямую акцию купить нельзя из-за transfer restrictions. И это самая коварная ловушка частного рынка для новичка.

Forward contract (форвардный контракт на акции)

Вы платите деньги **сейчас**, но акций **не получаете**. Вместо этого продавец обещает передать вам акции (или их денежный эквивалент) **потом** — когда наступит событие ликвидности, IPO или поглощение. До тех пор вы не акционер. Вы держатель обещания. Между вами и компанией — не доля, а обязательство конкретного человека или структуры.

«Forward-контракт — это почти то же, что купить акцию». Нет. Совсем нет. Через forward вы не владеете акциями — вы владеете обещанием продавца отдать их в будущем. Отсюда риски: (1) **контрагентский** — если продавец разорится или обманет, ваши акции застрянут в его банкротной массе вместе с вами в очереди кредиторов; (2) **компания заблокирует передачу** по ROFR или transfer restriction в момент IPO — и обещание окажется невыполнимым; (3) **налоговый и юридический туман** — статус forward'a при выходе бывает мутным. Вы несёте риск компании плюс риск вашего продавца. Двойной риск за ту же долю.

“ «Обещание акции — это ещё не акция. Пока бумага не в вашем реестре, у вас на руках только чужое слово».

— Правило частного рынка

Не говорю, что forward — всегда мошенничество. Через него прошли многие честные сделки. Но вы обязаны понимать, что покупаете: не долю, а претензию на долю. И если организатор называет forward «покупкой акций», не уточняя разницы, — это тревожный звонок. Требуйте прямого ответа: я стану акционером в реестре компании или держателем обещания?

Как проходит сделка: шаг за шагом

Соберём всё вместе. Вот типичный путь вторичной сделки от «я хочу» до «доля моя». Пройдите его мысленно заранее — чтобы на каждом этапе знать, что происходит и где может застопориться.

1 Поиск и отбор

Находите сделку — через платформу, синдикат или напрямую. Проверяете компанию, оценку, кто ещё в сделке, какой лид-инвестор.

2 Проверка структуры

Выясняете главное: это primary или secondary? Прямая акция, доля в SPV или forward? Сколько слоёв и комиссий? Это ваша защита от неприятных сюрпризов.

3 Согласование условий и минимум

Договариваетесь о цене, объёме, подтверждаете минимальный чек. Подписываете предварительные документы (term sheet, subscription docs).

4 ROFR и согласие компании

Продавец уведомляет компанию. Та решает: выкупить самой (ROFR) или пропустить сделку. Ждёте — обычно 30 дней и дольше. Здесь сделки нередко и умирают.

5 Эскроу и закрытие

Деньги — на эскроу-счёт. Когда все согласия получены и условия выполнены — эскроу переводит деньги продавцу, а долю оформляют на вас.

6 Оформление и удержание

Вы в реестре (или в SPV, или держатель forward'a). Дальше — ждать события ликвидности, помня про сроки Rule 144. Начинается самая долгая часть: терпение.

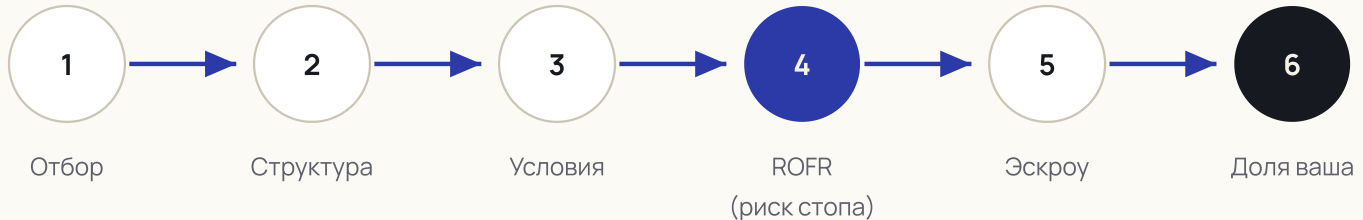


Схема 8. Путь сделки. Узкое место — шаг 4: право компании выкупить долю по ROFR. Пока этот этап не пройден, считать долю своей рано.

30+ дней

типичное окно ROFR

~1 год

удержание по Rule 144

\$10k+

минимум через SPV

2 вопроса

primary/secondary?
акция/forward?

Итог всей первой части — и этой главы в особенности. Частная сделка не похожа на клик в приложении брокера. Это процесс с юридическими барьерами, посредниками и сроками. Ваша безопасность держится на двух простых вопросах, которые нужно

задавать до перевода денег: *primary* это или *secondary* — и получаю ли я настоящую акцию или обещание. Тот, кто задаёт эти вопросы, уже опережает большинство новичков на рынке. Теперь, когда карта частного капитала у вас в руках, можно переходить к главному — как оценивать компании и не переплачивать за красивую презентацию.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ *Primary* — компания выпускает новые акции, деньги идут в неё; *secondary* — вы покупаете существующие акции у держателя, деньги идут ему, компания их не получает.
- ◆ Дисконт в *secondary* бывает честной ценой ликвидности, а бывает платой за информацию инсайдера — спрашивайте, почему продают.
- ◆ *Tender offer* — организованный компанией выкуп у сотрудников по единой цене; удобная и прозрачная точка входа, заодно ориентир оценки.
- ◆ Барьеры сделки: *ROFR* (право компании выкупить первой), ограничения на передачу, *Rule 144* (срок удержания ~год), эскроу и минимальный чек.
- ◆ *Forward*-контракт — это обещание акции, а не акция: двойной риск (контрагент плюс компания). Не путайте его с покупкой доли.
- ◆ Два вопроса перед любой сделкой: *primary* или *secondary*? настоящая акция или обещание? Они защищают лучше всего.

02

— ЧАСТЬ ВТОРАЯ

История рынка

Как частные рынки выросли из ограниченных партнёрств Кремниевой долины в триллионный класс активов: венчур, JOBS Act, эпоха «единорогов», волны бумов и коррекций и инфраструктура вторичного рынка.

5 · Рождение венчура

6 · Единороги

7 · Волны

8 · Вторичный рынок

Рождение венчура и частных рынков

Индустрия, которая сегодня ворочает триллионами и решает, кто из основателей станет миллиардером, началась с одного упрямого профессора, одной конторы в Бостоне и одной ставки на компанию, о которой почти никто не слышал.

Представьте 1946 год. Война только закончилась, солдаты возвращаются домой, а лаборатории Массачусетского технологического института битком набиты изобретениями, которые некуда девать. Радары, транзисторы на подходе, приборы, химия. Идей — вагон. Денег под них — ноль. Банк такое не кредитует: залога нет, выручки нет, есть только чертёж и горящие глаза инженера. Богатые семьи вроде Рокфеллеров или Вандербильтов иногда вкладывались в чужие затеи, но по знакомству, келейно, без всякой системы.

И вот группа бостонцев решает: а давайте сделаем это ремеслом. Не милостыней, не хобби богача — бизнесом. Так появилась **American Research and Development Corporation** (ARDC). За ней стояли ректор MIT Карл Комптон, сенатор Ральф Флэндерс и человек, которого позже назовут отцом всей отрасли, — **Жорж Дорио**.

«Генерал венчура» и ставка, окупившаяся в 500 раз

Дорио — фигура почти книжная. Француз, приехавший в Америку в 1920-х, профессор Гарвардской школы бизнеса, во время войны дослужившийся до бригадного генерала в снабжении армии. Студенты звали его просто Генерал. Он читал курс, на который ломились, и повторял вещи, которые сегодня печатают на кружках, а тогда звучали свежо. Одна его фраза стоит того, чтобы повесить над столом.

“ «Всегда помните: где-то кто-то делает продукт, который сделает ваш — ненужным».

ARDC была устроена как публичная инвесткомпания: собрала деньги — около трёх с половиной миллионов долларов — и раздавала их молодым технологическим фирмам в обмен на долю. Большинство ставок оказались так себе. Но одна перекрыла всё.

В 1957 году к Дорио пришли два инженера из MIT — Кен Олсен и Харлан Андерсон. Они хотели делать небольшие компьютеры, когда весь мир верил только в громадные машины IBM размером с комнату. ARDC дала им **около 70 тысяч долларов** за примерно 70% компании под названием **Digital Equipment Corporation (DEC)**. Когда DEC вышла на биржу и разрослась, эта доля стоила уже сотни миллионов — по расчётам того времени, порядка **355 миллионов долларов**. Семьдесят тысяч превратились в триста пятьдесят пять миллионов. Больше чем в 500 раз.

▶ ПРИМЕР

Один-единственный выигрыш DEC принёс больше, чем все остальные вложения ARDC вместе взятые. Это не случайность и не везение конкретного фонда — это *закон жанра*. Венчур живёт по правилу степенного распределения: горстка сделок делает результат, а остальные в лучшем случае возвращают вложенное. Запомните это ощущение — мы вернёмся к нему, когда будем считать вашу собственную корзину pre-IPO.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Венчурный капитал (venture capital)

Деньги, которые профессиональные инвесторы вкладывают в молодые, ещё не прибыльные, но быстрорастущие компании в обмен на долю — с расчётом, что несколько крупных выигрышей окупят массу неудач.

Формула, изменившая всё: партнёрство с ограниченной ответственностью

Модель ARDC работала, но была неуклюжей. Публичная компания, котирующаяся на бирже, с постоянной оглядкой на квартальные ожидания акционеров, — плохая оболочка для дела, где ставка вызревает десять лет. Нужна была другая конструкция. И её нашли на другом конце страны, в Калифорнии.

В 1958 году появляется **Draper, Gaither & Anderson** — первый на Западном побережье венчурный фонд в форме **limited partnership**, партнёрства с ограниченной ответственностью. Звучит скучно, а на деле это тихая революция. Разберём, потому что по этой же схеме устроены почти все фонды, в которые вы сегодня можете косвенно попасть.

Есть две роли. **Ограниченные партнёры** (limited partners, LP) — те, кто даёт деньги: пенсионные фонды, университетские эндаументы, страховщики, состоятельные семьи. Они рискуют только вложенной суммой и в управление не лезут. И есть **генеральный партнёр** (general partner, GP) — управляющая команда, которая решает, в кого вкладывать, сидит в советах директоров, вытаскивает компании за уши и отвечает за результат. За труд GP берёт классические **«2 и 20»**: около 2% в год на управление и 20% с прибыли сверх возврата вложенного (это называют carry). Фонд живёт лет десять, потом закрывается и раздаёт деньги обратно.



Схема 9. Как устроен венчурный фонд: деньги LP собираются в пул, GP распределяет их по портфелю, и один-два «икса» тянут доходность всей корзины.

Почему это гениально? Потому что интересы сошлись. LP хотят вернуть кратно больше — GP получает свои 20% только после того, как вернёт партнёрам вложенное. Никто не давит квартальными отчётами. Деньги «заперты» на годы, и это не баг, а фича: под долгую ставку нужен долгий капитал. Эту конструкцию не улучшили за полвека — она работает до сих пор.

А география? Фонды один за другим селятся на неприметной дороге в Менло-Парке — **Sand Hill Road**. Двухэтажные офисы в зелени, ничего пафосного. Но именно здесь в **1972 году** почти одновременно рождаются две фирмы, чьи имена вы будете встречать в этой книге на каждой второй странице: **Kleiner Perkins** (Юджин Клайнер и Том Перкинс) и **Sequoia Capital** (Дон Валентайн). Клайнер, кстати, был одним из тех инженеров, что когда-то ушли от Шокли основывать Fairchild, — история Долины любит замыкаться в кольцо.

Как пенсионные деньги открыли шлюзы

До конца 1970-х венчур оставался нишей для смельчаков и семейных денег. Большого капитала не было по скучной, но железной причине: закон. Пенсионные фонды — самый жирный кошелёк Америки — были связаны нормой «разумного человека» (**prudent man rule**). Управляющий обязан вести себя осторожно, как заботливый отец семейства. А вкладывать пенсии стариков в стартапы, где девять из десяти прогорают? Какой же это «разумный человек». За это можно было и под суд.

В **1979 году** Министерство труда США пересмотрело трактовку. Смысл разъяснения: «разумность» надо мерить не по каждой рискованной ставке в отдельности, а по портфелю в целом. Если небольшая доля рискованных вложений улучшает баланс риска и доходности всего пенсионного пула — это как раз и есть поведение разумного человека. Формально сухая поправка. По последствиям — прорыв плотины.

◆ КЛЮЧЕВОЕ

После 1979-го пенсионные фонды получили право заводить деньги в венчур. И завели. Приток капитала в индустрию вырос в разы за считанные годы. Молодой рынок частных денег из ремесленной мастерской превратился в полноценную отрасль — просто потому, что чиновник переписал одно определение.

1946

основана ARDC — первый институциональный венчур

≈500×

возврат по ставке ARDC на Digital Equipment

1972

рождение Kleiner Perkins и Sequoia на Sand Hill Road

38 / 243

1979

«prudent man» впустил пенсионные деньги в венчур

Ранние иксы и ткань Кремниевой долины

Деньги нашли применение мгновенно, и легенды посыпались одна за другой.

Genentech — первая биотех-компания, профинансированная Kleiner Perkins в 1976-м; её IPO 1980 года стало символом того, что на науке можно делать состояния. **Apple** — Дон Валентайн из Sequoia привёл к ребятам из гаража Майка Марккулу, тот дал денег и взрослую хватку, а выход 1980 года озолотил ранних. **Cisco** — Sequoia вложилась в 1987-м в супругов-инженеров с их маршрутизаторами, и к IPO 1990 года это была одна из самых прибыльных ставок десятилетия.

Дон Валентайн потом сформулирует свой принцип грубовато, но честно: он ставил не столько на команды, сколько на *огромные рынки*. Гениальная команда на крошечном рынке упрётся в потолок. Средняя команда на рынке, растущем в небо, всё равно вывезет. Спорно — но именно так Sequoia ловила гигантов.

Почему всё это случилось в одном месте, на пяточке к югу от Сан-Франциско? Здесь сошлось несколько вещей сразу — то, что потом назовут *маховиком Долины*.

Стэнфорд под рукой декана Фредерика Термана поощрял профессоров и студентов открывать компании, а не сидеть на кафедре. В 1956-м сюда приехал нобелевский лауреат Уильям Шокли делать транзисторы, поругался с командой, и восемь его инженеров — «вероломная восьмёрка» — ушли основывать Fairchild Semiconductor. Из Fairchild, в свою очередь, вылупились десятки компаний, включая Intel.

Разбогатевшие инженеры становились ангелами и партнёрами новых фондов.

Капитал, таланты, опыт и выходы гоняли по кругу, и каждый оборот раскручивал систему сильнее.

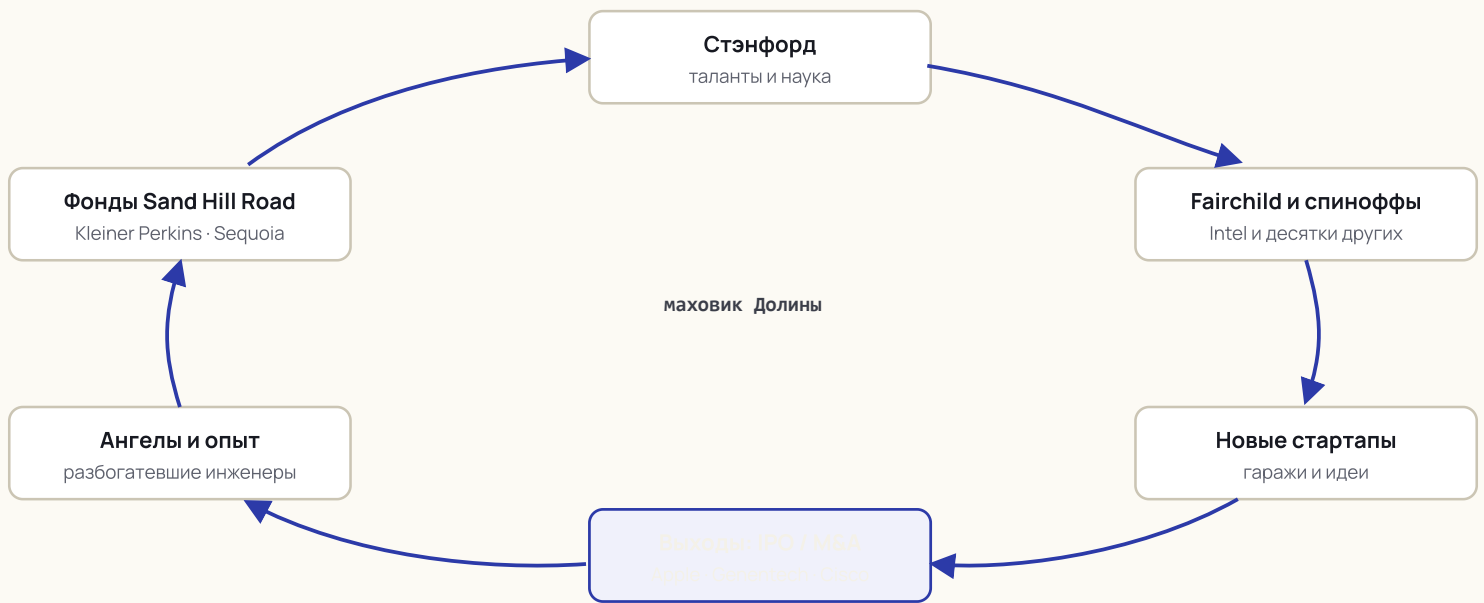


Схема 10. Маховик Кремниевой долины: таланты, капитал, спиноффы и выходы гоняют по кругу — и каждый оборот делает следующий сильнее. Скопировать его тридцать лет пытались все, а вышло почти ни у кого.

К концу столетия из чудачества нескольких бостонцев выросла машина, финансирующая будущее. Вот как менялся ландшафт — по годам.

1946

ARDC и Жорж Дорио

Первый институциональный венчур: наука MIT впервые получает системный источник денег.

1957

Ставка на Digital Equipment

70 тысяч долларов за долю, которая станет стоить сотни миллионов. Прототип всей будущей математики отрасли.

1958

Форма limited partnership

Draper, Gaither & Anderson задают конструкцию «LP + GP», по которой фонды живут до сих пор.

1972

Kleiner Perkins и Sequoia

На Sand Hill Road рождаются фирмы, которые профинансируют половину техногигантов.

1979

Поправка «prudent man»

Пенсионные деньги получают право идти в венчур — приток капитала кратно растёт.

1980

IPO Apple и Genentech

Публика видит: на стартапах делаются состояния. Венчур входит в моду.

1990

IPO Cisco

Инфраструктура интернета обретает своего чемпиона — и своих богатых ранних инвесторов.

1999

Пик доткомов

Отрасль на вершине эйфории. Что было дальше — в главе 7.

ИЗ ИСТОРИИ

Долгие годы всё, что вы прочли выше, было наглухо закрыто для частного инвестора вроде вас. Доступ к фондам Sand Hill Road имели пенсионные гиганты и эндаументы Гарварда, а не человек с брокерским счётом. Рынок pre-IPO, которому посвящена эта книга, — во многом попытка приоткрыть ту самую дверь. Но чтобы понять, почему дверь вообще появилась, надо разобраться, что случилось с самим IPO. Об этом — следующая глава.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Венчурная индустрия родилась в 1946 году с ARDC Жоржа Дорио; её ставка на Digital Equipment окупилась примерно в 500 раз и задала главный закон жанра — несколько «иксов» тянут всю корзину.
- ◆ Форма *limited partnership* (LP дают деньги, GP управляет за «2 и 20») оказалась настолько удачной, что не изменилась за полвека.
- ◆ Поправка «prudent man» 1979 года впустила в венчур пенсионные деньги — и превратила ремесло в отрасль.
- ◆ Ранние иксы (Apple, Genentech, Cisco) и «маховик» Кремниевой долины — таланты, капитал, спиноффы и выходы по кругу — закрепили модель, которую весь мир потом безуспешно копировал.
- ◆ Всё это было закрыто для частного инвестора; рынок pre-IPO — попытка приоткрыть ту дверь.

JOBS Act и эпоха «единорогов»

За полтора десятилетия компании разучились спешить на биржу. Раньше вырастали и выходили за четыре года — теперь сидят частными по десять-двенадцать. Чтобы понять почему, придётся разобрать два закона, одно словечко, придуманное женщиной-инвестором, и один фонд на сто миллиардов.

Начнём с парадокса. В 1990-е компания среднего размера считала IPO нормальным этапом взросления: подросла — вышла на биржу — привлекла капитал у широкой публики. К 2015-му логика перевернулась. Быть публичным стало дорого и муторно, а денег на частном рынке — хоть залейся. Зачем спешить под софиты, если тебе и в тени отсыплют миллиарды? Вот как мы к этому пришли.

Sarbanes-Oxley: когда публичность подорожала

2001 год, крах Enron. 2002-й — банкротство WorldCom. Две гигантские компании оказались бухгалтерскими фикциями, инвесторы потеряли десятки миллиардов, доверие к отчётности рухнуло. Конгресс ответил быстро и жёстко: в 2002 году приняли закон **Сарбейнза — Оксли** (Sarbanes-Oxley, для своих — SOX).

Идея благородная: заставить публичные компании отвечать за достоверность цифр. Гендиректор и финдиректор лично подписываются под отчётностью. Знаменитая секция 404 требует выстроить и ежегодно аудировать систему внутреннего контроля. Всё это правильно. Но всё это стоит денег — юристы, аудиторы, комплаенс, — и для небольшой компании счёт идёт на миллионы в год плюс горы бумаги.



ОСТОРОЖНО

SOX не запрещал выходить на биржу. Он сделал жизнь публичной компании заметно дороже. Для гиганта эти издержки — копейки. Для растущей фирмы, которой и без того непросто, — весомый аргумент повременить. Первый камень на весы в пользу «оставаться частными».

JOBS Act: как подняли потолок

Второй камень оказался куда тяжелее — и, что забавно, лёг туда закон, задуманный ровно наоборот. В **2012 году** президент Обама подписал **JOBS Act** — Jumpstart Our Business Startups Act, «закон о запуске наших стартапов». Его продавали как помощь малому бизнесу в привлечении денег. И кое-что для этого он сделал. Но главный его эффект вышел неожиданным: он позволил компаниям *дольше не выходить на биржу*.

Дело в старом правиле. По американскому закону, как только у частной компании набиралось **500 держателей акций «в реестре»** (holders of record), она была обязана раскрываться почти как публичная — публиковать отчётность, регистрироваться у регулятора. Смысл был защитить массу мелких совладельцев. Но на практике это правило работало как таймер: растёшь, раздаёшь опционы сотрудникам, пускаешь новых инвесторов — счётчик тикает к 500, и тебя фактически выталкивает на биржу.



ПРИМЕР

Именно этот счётчик подтолкнул **Google** к IPO в 2004-м: компания уже упёрлась в порог держателей и была вынуждена раскрыться. А **Facebook** к 2011 году так плотно подошёл к пятистам, что это стало одним из аргументов в пользу выхода 2012 года. Правило 500 было будильником, который нельзя выключить.

JOBS Act перевёл будильник. Порог подняли с 500 держателей до **2000** (при этом не более 500 из них — неаккредитованные). Плюс акции, выданные сотрудникам по опционным программам, из счёта фактически вывели. Одним росчерком компаниям разрешили набирать в разы больше совладельцев, не превращаясь в публичные. Будильник отодвинули на годы вперёд.

И это ещё не всё. Закон снял вековой запрет на **общее привлечение** (general solicitation) для частных размещений по правилу 506(c): теперь о закрытом раунде можно рассказывать открыто, лишь бы деньги в итоге брали только у аккредитованных инвесторов. Ввели льготный статус «растущей компании» (emerging growth company) с упрощённой отчётностью на первые годы после IPO и заложили основу инвестиционного краудфандинга. Сведём всё в таблицу.

Что	До JOBS Act	После (2012)
Порог держателей «в реестре»	500 → обязан раскрываться	2000 (сотрудники по опционам не в счёт)
Публичный рассказ о частном раунде	Запрещён	Разрешён по правилу 506(c) (деньги — от аккредитованных)
Отчётность после IPO	Полный объём сразу	Статус EGC: послабления на ~5 лет
Краудфандинг для розницы	Практически невозможен	Основа для Reg CF (заработал позже)

Соберём мотивы вместе. Публичность подорожала (SOX). Остаться частным стало легко (потолок 2000). Рассказывать о себе и привлекать — свободнее (506(c)). А главное — на частном рынке появилось столько денег, что IPO перестало быть единственным способом их достать. Вот схема сил, которые держат компанию в тени биржи.

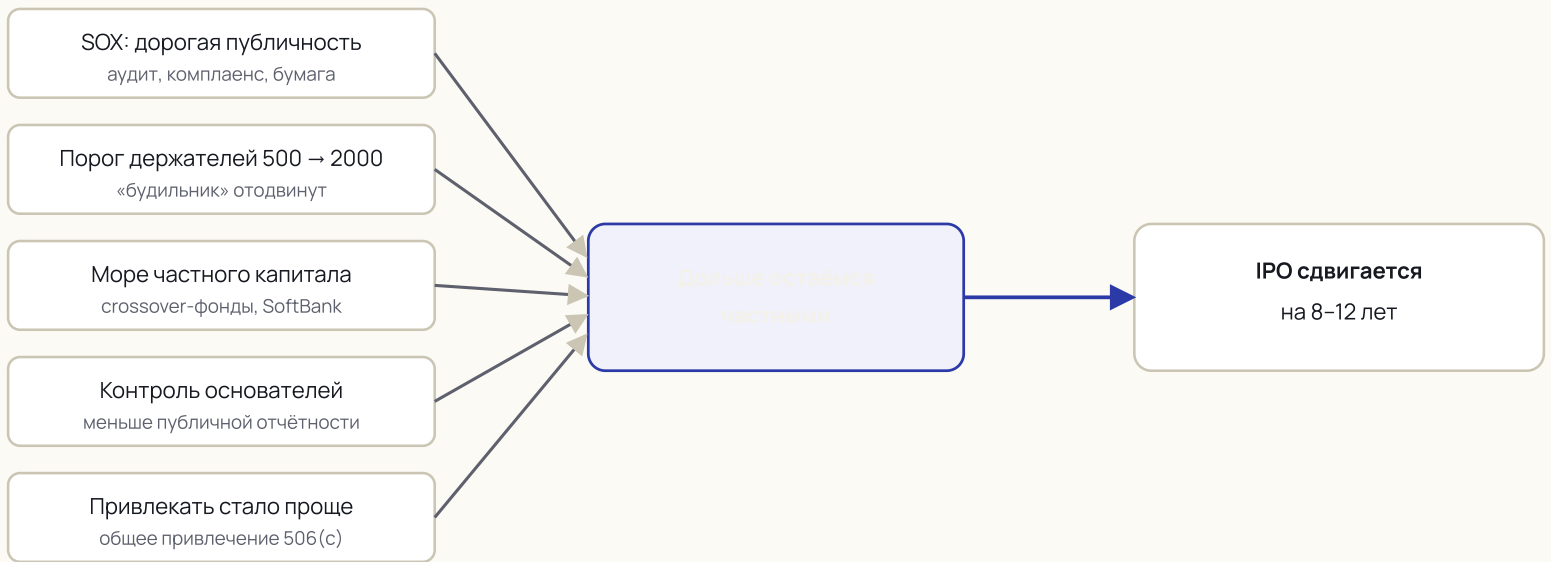


Схема 11. Пять сил тянут компанию прочь от биржи. Итог — «единорог», который годами живёт частным и растит оценку вдали от глаз розничного инвестора.

Единороги: слово, которое приклеилось

Компаний, засидевшихся в частных с оценкой в миллиарды, становилось всё больше, а имени у них не было. Имя дала **Эйлин Ли**, инвестор из фонда Cowboy Ventures. В ноябре **2013 года** она опубликовала заметку «Welcome To The Unicorn Club» и назвала **единорогами** (unicorns) частные технокомпании с оценкой от миллиарда долларов. Слово было выбрано с иронией: тогда таких зверей было наперечёт — Ли насчитала всего 39, — и они казались редкими и почти мифическими.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Единорог (unicorn)

Частная компания с оценкой 1 миллиард долларов и выше. В 2013-м — редкость на десятки штук; к 2021-му их стало больше тысячи. К середине 2020-х слово окончательно перестало быть комплиментом и превратилось в рабочую единицу учёта.

Ирония в том, что за несколько лет мифический зверь расплодился до стада. К 2021 году единорогов было уже больше тысячи, и слово потеряло магию. Появились производные-шутки: «декакорн» (от 10 млрд) и «гектокорн» (от 100 млрд) — для тех,

кому и миллиарда мало. Но за этой ярмаркой терминов стоял реальный сдвиг: стоимость теперь создавалась внутри частного периода, а не после выхода на биржу.

Стадо никуда не делось и к середине 2020-х. По оценке CB Insights, в мире насчитывалось порядка **1200 с лишним** частных единорогов совокупной стоимостью около **4,5 трлн долларов**; из них почти **500 — компании из сферы искусственного интеллекта** примерно на 2,7 трлн.† источник: CB Insights, «Complete List of Unicorn Companies» и обзоры State of AI, 2025 Разные трекары считают по-разному — где-то счёт идёт и на 1400 компаний, — но порядок величины один: единорог давно не редкость, а класс.

◆ МАСШТАБ «ДО БИРЖИ» НА СЕРЕДИНУ 2020-Х

Насколько сместилась граница, видно по вершине списка. К 2026 году крупнейшие частные компании оценивались уже не в десятки, а в *сотни* миллиардов, не выходя на биржу: **Anthropic** — около 965 млрд долларов (раунд мая 2026), **OpenAI** — порядка 850 млрд (раунд начала 2026), а **SpaceX** перед своим IPO 2024–2026 годов прошла путь от ~350 млрд до оценки под триллион в частных тендерах.† источник: CNBC, Bloomberg, отчётность компаний, 2025–2026 Ещё десять лет назад такие цифры были возможны только на бирже. Именно этот сдвиг и делает рынок pre-IPO тем, чем он стал.

И вот тут — момент, ради которого стоит держать в голове всю эту главу. Раньше публика ловила рост компании на бирже: купил акции Microsoft на IPO 1986 года — и рос вместе с ней. Теперь основной рост случается до IPO, за закрытой дверью. К моменту размещения самое сочное часто уже съедено ранними частными инвесторами. Это и есть главный экономический аргумент существования рынка pre-IPO: если ценность делается в частной фазе, розничный инвестор хочет туда попасть.

Дольше частные — значит длиннее путь

Посмотрим наглядно, как растянулась дорога к бирже. В конце 1990-х технокомпания добегала до IPO в среднем года за четыре после основания. К началу 2020-х — за десять-двенадцать, а то и больше, набирая по пути раунды с буквами до половины алфавита.

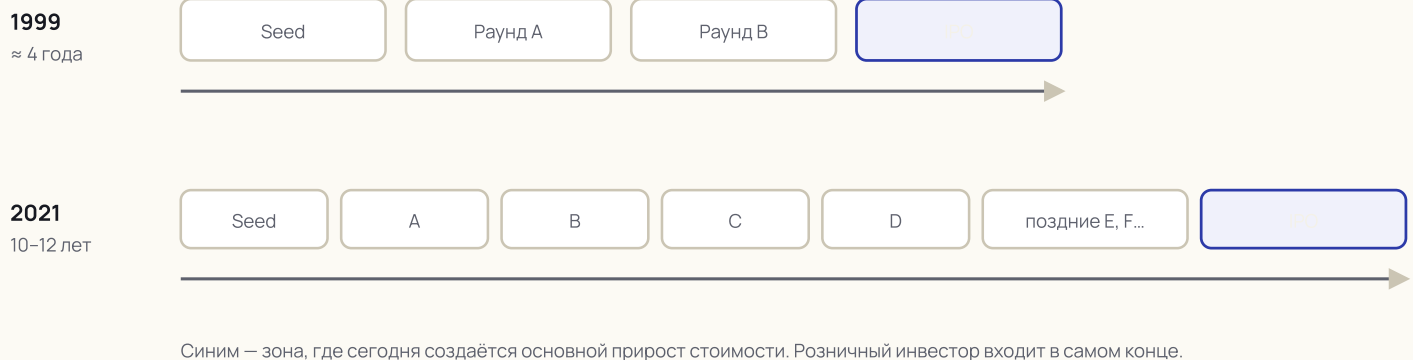


Схема 12. Дорога к бирже удлинилась вдвое-втрое. Больше раундов, больше лет — и всё больше стоимости остаётся в частной фазе, до которой у публики обычно нет доступа.

Кто заливал эти длинные раунды деньгами? Появился новый тип игрока — **кроссовер-фонды** (crossover funds). Раньше был чёткий раздел: венчур сидит в частных компаниях, взаимные фонды и хедж-фонды — в публичных. Кроссоверы стёрли границу. Tiger Global, Coatue, а следом Fidelity, T. Rowe Price, Wellington стали заходить в поздние частные раунды, чтобы поймать компанию до IPO и остаться в ней после. Денег у них не в пример больше, чем у классического венчура, и вливали они их щедро.

РИСК

Апофеозом стал **SoftBank Vision Fund**. В 2017 году японец Масаёси Сон собрал фонд размером около **100 миллиардов долларов** — больше, чем весь венчур привлекал за иные годы, — во многом на деньги суверенных фондов Персидского залива. Vision Fund заходил в компании с чемоданами наличных и, по сути, накачивал оценки: бери деньги, расти любой ценой. Кончилось это болезненно — история WeWork, чья оценка в 47 млрд долларов рассыпалась в 2019-м перед несостоявшимся IPO, стала символом того, что раздутая частная оценка и реальная стоимость — не одно и то же. Держите это в голове каждый раз, когда видите красивую цифру оценки pre-IPO компании.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Sarbanes-Oxley (2002) сделал жизнь публичной компании дороже — первый довод повременить с IPO.
- ◆ JOBS Act (2012) поднял порог держателей с 500 до 2000 и разрешил общее привлечение — компании получили право годами оставаться частными.
- ◆ Эйлин Ли в 2013-м окрестила частные компании дороже миллиарда «единорогами»; к 2021-му стадо перевалило за тысячу.
- ◆ Главный сдвиг: основной прирост стоимости теперь создаётся *до* IPO — отсюда и весь смысл рынка pre-IPO.
- ◆ Длинные поздние раунды залили кроссвер-фонды и SoftBank Vision Fund — но их щедрость раздувала оценки, что не всегда равно реальной стоимости.

Волны рынка: доткомы → 2021 → коррекция

Рынок технологий дышит. Вдох — эйфория, оценки в небо, «на этот раз всё иначе». Выдох — крах, разочарование, «как мы могли». Кто видел хотя бы один полный цикл, второй распознаёт по запаху. Давайте научимся различать этот запах.

История рынков рифмуется. Не повторяется дословно — детали всегда новые, — но ритм узнаваем. Ниже — две большие волны технологического безумия, разделённые двадцатью годами, и одна простая мысль, которую я хочу, чтобы вы унесли: цикличность — не случайность и не невезение, а свойство самого материала. Понимаете ритм — не паникуете на дне и не жадничаете на пике.

Пузырь доткомов: как интернет чуть не похоронил сам себя

Конец 1990-х. Интернет — новое электричество, и в этом все правы. Ошибка не в идее, а в цене. На бирже начинается вакханалия: достаточно приписать к названию «.com», и акции взлетают безо всякой выручки, не говоря о прибыли. Инвесторы бросают скучный вопрос «а сколько компания зарабатывает?» и заменяют его на «а сколько у неё глазных яблок» — то есть посетителей сайта. Метрики становятся сказочными, потому что реальные исчезли.

Индекс NASDAQ, набитый техами, вздувается и **10 марта 2000 года** ставит пик около **5048 пунктов**. Через два с небольшим года он на уровне около 1100 — падение примерно на **78%**. Символы эпохи: **Pets.com**, продававшая корм по цене ниже себестоимости и прогоревшая через девять месяцев после IPO; **Webvan**, спаливший больше миллиарда на доставке продуктов и обанкротившийся в 2001-м. Идеи, кстати, были верные — просто лет на пятнадцать раньше срока и без единого понятия о юнит-экономике.



«Рынок может оставаться иррациональным
дольше, чем вы — платёжеспособным».

— Приписывается Джону Мейнардту Кейнсу



ИЗ ИСТОРИИ

Больнее всего было тем, кто вошёл на пике. Купившему NASDAQ в марте 2000-го пришлось ждать **пятнадцать лет** — до 2015 года, — чтобы просто вернуть вложенное по номиналу. Не заработать. Вернуть. Цена входа решает если не всё, то очень многое. Эту мысль мы будем повторять как мантру.

Что было дальше? Разумное восстановление. Компании с настоящей моделью — Amazon, тот же выживший Google — пережили зиму и расцвели в 2010-х. Смартфоны, облака, соцсети создали реальную, а не бумажную стоимость. Рынок рос долго и в целом по делу. А потом случился 2020-й, и маятник снова полетел в крайнюю точку.

2020–2021: дешёвые деньги и эйфория на стероидах

Пандемия. Экономику заливают деньгами: центробанки роняют ставки к нулю, правительства раздают помощь, на рынки приходят потоки ликвидности. Дешёвые деньги ищут доходность — и находят её в риске. Технологии выигрывают от локдаунов (все ушли в онлайн), их оценки летят вверх. Венчурное финансирование в США за 2021 год бьёт исторический рекорд — сотни миллиардов долларов. Раунды закрываются за дни, дью-дилидженс делают «на бегу», оценки удваиваются между кофе и обедом.

Отдельный цирк — **SPAC** (special purpose acquisition company), «компании-пустышки» для слияния. Механика такая: собирают деньги в пустую оболочку, выводят её на биржу, а потом она сливается с реальной частной компанией — и та оказывается публичной в обход обычного IPO. В 2020–2021 годах SPAC-мания достигла абсурда: в 2021-м через них поднимали порядка **160 миллиардов долларов**. На биржу так вылезали компании без выручки, с презентациями вместо отчётов — прогнозы рисовали на годы вперёд, будто по линейке.



Схема 13. Классическая кривая хайпа. Проблема одна: на пике никто не верит, что это пик, а на дне — что впереди плато. Инвестор, который путает восходящий склон с новой нормой, покупает у самой вершины.

На пике 2021-го звучала старая-престарая песня: «на этот раз всё иначе», деньги теперь бесплатные, ставки навсегда останутся у нуля, рост важнее прибыли. Каждое из этих утверждений через год окажется ложным. Но в моменте они звучали как здравый смысл — потому что так работает эйфория: она переписывает здравый смысл под себя.

2022: маятник летит обратно

Праздник кончился быстро и грубо. В 2022-м вернулась инфляция, и Федеральная резервная система погналась за ней ставкой: с почти нуля в начале года до диапазона 4,25–4,50% к декабрю. Дорогие деньги — яд для оценок, построенных на далёком будущем. Когда завтрашняя прибыль дисконтируется по высокой ставке, сегодняшняя стоимость сдувается. Технологический сектор обвалился, а с ним — и частные оценки.

Начались **down-раунды** — привлечения по цене ниже предыдущей. Ещё вчера немыслимое стало обыденным. Шведская Klarna, стоившая на пике 45,6 млрд долларов, в июле 2022-го подняла деньги по оценке около 6,7 млрд — минус примерно 85% за год. Instacart сам срезал себе оценку несколько раз. Окно IPO

захлопнулось: за 2022-й на американскую биржу почти никто не вышел, размещения замерли. Компании, привыкшие к бесконечному притоку денег, внезапно учились считать расходы и делать layoffs.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Down-раунд (down round)

Привлечение капитала по оценке ниже, чем в прошлый раз. Для ранних инвесторов и сотрудников с опционами — болезненная переоценка: их доля разом дешевеет, а иногда ещё и размывается защитными условиями новых денег.

Сравним две большие волны лоб в лоб — чтобы увидеть и общее, и разное.

	Пузырь доткомов	Бум 2020–2021
Топливо	Вера в интернет	Нулевые ставки + пандемия
Где надувалось	Публичный рынок (NASDAQ)	Больше в частном рынке и через SPAC
Символы	Pets.com, Webvan	SPAC-пустышки, WeWork, крипто
Пусковой крючок краха	Кончились «глазные яблоки»	Рост ставок ФРС
Расплата	NASDAQ –78%, 15 лет до возврата	Down-раунды, заморозка IPO

Разница важна для нас с вами. В 2000-м пузырь лопнул на бирже, у всех на виду: индекс упал, и потери стали публичными в тот же день. В 2021-м многое надувалось в частной фазе, за закрытой дверью, и переоценка пришла с задержкой — через тихие down-раунды и списания в отчётах фондов. Для инвестора pre-IPO это ловушка: частная оценка не мигает красным каждую секунду, как биржевой тикер, и легко убедить себя, что «моя-то компания стоит как в прошлом раунде». Не стоит. Оценка вчерашнего раунда — это цена вчерашнего дня.

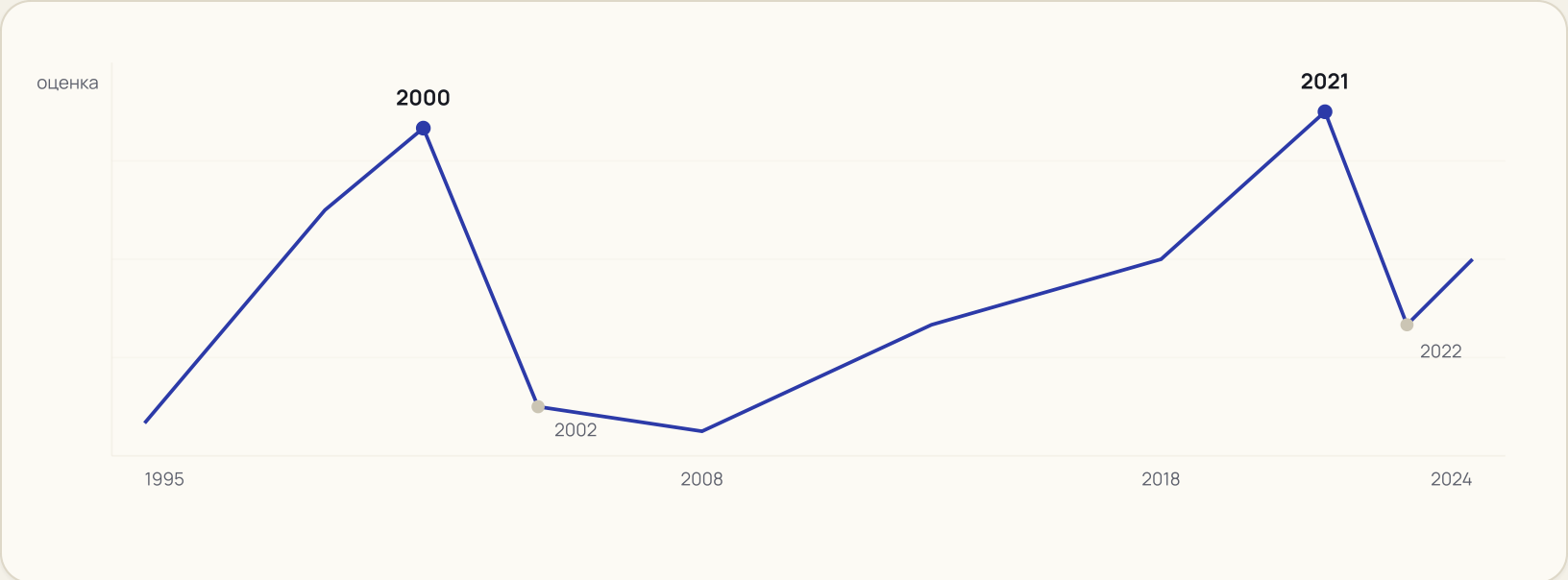


Схема 14. Два пика (2000 и 2021), два обвала — и между ними долгий, во многом заслуженный рост 2010-х. Форма графика повторяется. Меняются только имена компаний в заголовках.

Отрезвление и уроки цикла

2023–2024 стали годами похмелья и трезвого счёта. Слово layoffs звучало из каждого утюга, «рост любой ценой» сменился требованием показать путь к прибыли, а инвесторы снова вспомнили про юнит-экономику. При этом рынок не умер — к концу 2023-го подросла новая волна интереса, на сей раз вокруг искусственного интеллекта, и часть капитала перетекла туда. Хайп никуда не делся; он просто сменил вывеску. И это уже само по себе урок.

А потом окно IPO, наглухо захлопнутое в 2022-м, начало приоткрываться. Цифры показывают амплитуду цикла лучше любых слов: в рекордном 2021-м на биржу США вышли **397 компаний**, привлёкшие **142 млрд долларов**; в провальном 2022-м — всего **71** и **7,7 млрд**, худший год за три десятилетия; к 2025-му рынок восстановился до **202 IPO** и **44 млрд**.⁺ источник: Renaissance Capital, годовые обзоры рынка IPO США, 2021–2025 (без учёта SPAC) Оттепель шла толчками — Reddit в 2024-м, затем волна 2025-го (Chime, CoreWeave, Circle, Klarna, StubHub) и рекордные размещения 2026-го, включая крупнейшее IPO в истории. Но обратите внимание: многие выходили с оценкой заметно ниже частных пиков 2021 года — публичный рынок пересчитывал по-своему то, что частный надул в эйфорию.

Параллельно новая ИИ-волна надула частные оценки до величин, каких рынок ещё не видел: к 2026 году отдельные компании стоили частными сотнями миллиардов долларов. Часть этих оценок окажется оправданной, часть — очередным пузырьком.

Форма кривой из начала главы не устарела ни на йоту; поменялись лишь имена на её вершине.

1999–2000

Пик и крах доткомов

NASDAQ около 5048, затем –78%. Верная идея по безумной цене.

2003–2019

Долгий заслуженный рост

Смартфоны, облака, соцсети создают реальную стоимость.

2020–2021

Эйфория на дешёвых деньгах

Нулевые ставки, SPAC-мания, рекордные оценки, раунды «на бегу».

2022

Разворот

Рост ставок ФРС, обвал оценок, down-раунды, заморозка IPO.

2023–2024

Отрезвление и новая волна ИИ

Счёт расходам, требование прибыли — и свежий хайп вокруг искусственного интеллекта.

2025–2026

Окно IPO снова открылось

Возврат размещений (202 IPO в 2025-м), рекордные IPO 2026-го — и одновременно рекордные частные оценки ИИ-лидеров. Прогресс и новый разогрев сразу.

◆ КЛЮЧЕВОЕ

Три вывода, которые стоят всей главы. **Первое:** цикл неизбежен — рынок дышит, и «на этот раз иначе» почти всегда ложь. **Второе:** цена входа определяет судьбу — тот же актив на пике губит, а на дне обогащает. **Третье:** в частном рынке переоценка приходит с задержкой и без мигающего тикера, поэтому дисциплина инвестору pre-IPO нужна ещё жёстче, чем биржевому.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Рынок технологий движется волнами: пузырь доткомов (пик 2000, NASDAQ затем –78%) и бум 2020–2021 — одна и та же форма кривой с разными именами.
- ◆ Бум 2021-го раздули дешёвые деньги, SPAC-мания и рекордное венчурное финансирование под лозунгом «рост важнее прибыли».
- ◆ Разворот 2022-го устроил рост ставок ФРС: обвал оценок, волна down-раундов (Klarna –85%), заморозка IPO.
- ◆ В частном рынке переоценка приходит с задержкой и без биржевого тикера — легко обмануть себя ценой прошлого раунда.
- ◆ Главные уроки: цикл неизбежен, «на этот раз иначе» — обычно ложь, а цена входа решает если не всё, то очень многое.

Инфраструктура вторичного рынка

Компания частная, до IPO ещё годы, а долю уже хочется продать — или купить. Раньше это было почти невозможно. За последние пятнадцать лет вокруг этой потребности выросла целая индустрия платформ, брокеров и фондов. Разберёмся, как она устроена и где в ней спрятаны капканы.

Вернёмся к проблеме, ради которой всё затевалось. Сотрудник единорога пять лет пахал за опционы. На бумаге он миллионер. В кошельке — прежняя зарплата, потому что акции продать некому: компания частная, биржи нет, IPO неизвестно когда. Ему нужна ликвидность. А на другом конце сидит фонд, который мечтает войти в этот единорог, но новых раундов нет и достучаться до компании напрямую нельзя. Двое хотят сделку — и не могут её найти. Именно этот разрыв закрыл **вторичный рынок** (secondary market) частных акций.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Вторичный рынок частных акций (secondary market)

Купля-продажа уже существующих долей частной компании между инвесторами — в отличие от первичного раунда, где компания выпускает новые акции и получает деньги себе. На вторичке деньги идут продавцу, а не компании.

Как появилась ликвидность до биржи

Первое поколение решений было кустарным — брокеры-посредники, работавшие на телефоне и знакомствах. Кто-то знал сотрудника, которому нужны деньги, и фонд, который хочет долю, и сводил их за комиссию. Непрозрачно, медленно, дорого. Но спрос был так велик, что появились платформы, превратившие эти рукопожатия в подобие рынка.

Пионером стал **SharesPost** (2009), следом — целая обойма. **EquityZen** (2013) сделал ставку на структурированные сделки для аккредитованных инвесторов. **Forge Global** вырос в тяжеловеса, поглотил SharesPost и в 2022 году сам вышел на биржу через SPAC. **Nasdaq Private Market** (NPM) отпочковался от биржи Nasdaq и стал в 2021-м совместным предприятием крупных банков, специализируясь на организованных программах ликвидности. А **Hiive** (появился около 2021 года) сделал ход конём — живой стакан с котировками bid/ask, ближе всего к тому, как выглядит настоящая биржа.

Платформа	Модель	Появилась	Особенность
Forge Global	Маркетплейс + брокер	2014 (поглотил SharesPost)	Крупный игрок, сам публичный с 2022
EquityZen	Структурированные сделки / фонды	2013	Ориентир на аккредитованную розницу
Nasdaq Private Market	Организованные tender offer	2013 → СП банков (2021)	Программы ликвидности для компаний
Hiive	Живой стакан bid/ask	≈ 2021	Прозрачные котировки, ближе к бирже

Параллельно вырос второй канал — **tender offer**, организованный самой компанией. Раз в год-два фирма (или крупный инвестор) объявляет: выкупаем у сотрудников до такого-то объёма акций по такой-то цене. Это контролируемый клапан: люди получают немного денег, компания управляет тем, кто становится её совладельцем, и лишний хаос на вторичке не разводится. И третий канал — **фонды вторички** (secondary funds), которые профессионально скупают частные доли пачками и на этом зарабатывают.

3

канала ликвидности: платформы, tender offer, фонды вторички

2009

SharesPost — первая платформа частной вторички

2022

Forge Global сама вышла на биржу через SPAC

За последние годы этот рынок заметно вырос и — что важнее — начал укрупняться. Через Forge Global в 2024-м прошло сделок примерно на **1,3 млрд долларов** (плюс около 73% за год), а более молодая Hiive отчиталась о более чем **1 млрд** закрытого объёма только за один квартал конца 2025-го.† источник: Forge Global (NYSE: FRGE), годовая отчётность 2024; Hiive, релизы 2025 Одновременно пошла консолидация: в 2025-м о покупке Forge договорился крупный брокер Charles Schwab (сделка около 660 млн долларов) — знак того, что нишевая инфраструктура вторички созрела до интереса мейнстримовых финансовых домов.† источник: Bloomberg / отраслевые обзоры, 2025 Для инвестора это скорее хорошо: больше объёма и надзора — меньше тёмных углов. Но масштаб не отменяет главного риска ниже — асимметрии информации.

Как проходит вторичная сделка

Разберём типовую сделку через платформу по шагам — здесь важна каждая деталь, потому что в деталях и прячутся риски. Продавец (сотрудник или ранний инвестор) выставляет долю. Покупатель (фонд или квалифицированный инвестор) делает заявку. Платформа сводит их, согласует цену и оформляет документы. Деньги кладут в эскроу. А дальше — ключевой момент, о котором новички забывают: сделку должна одобрить сама компания.

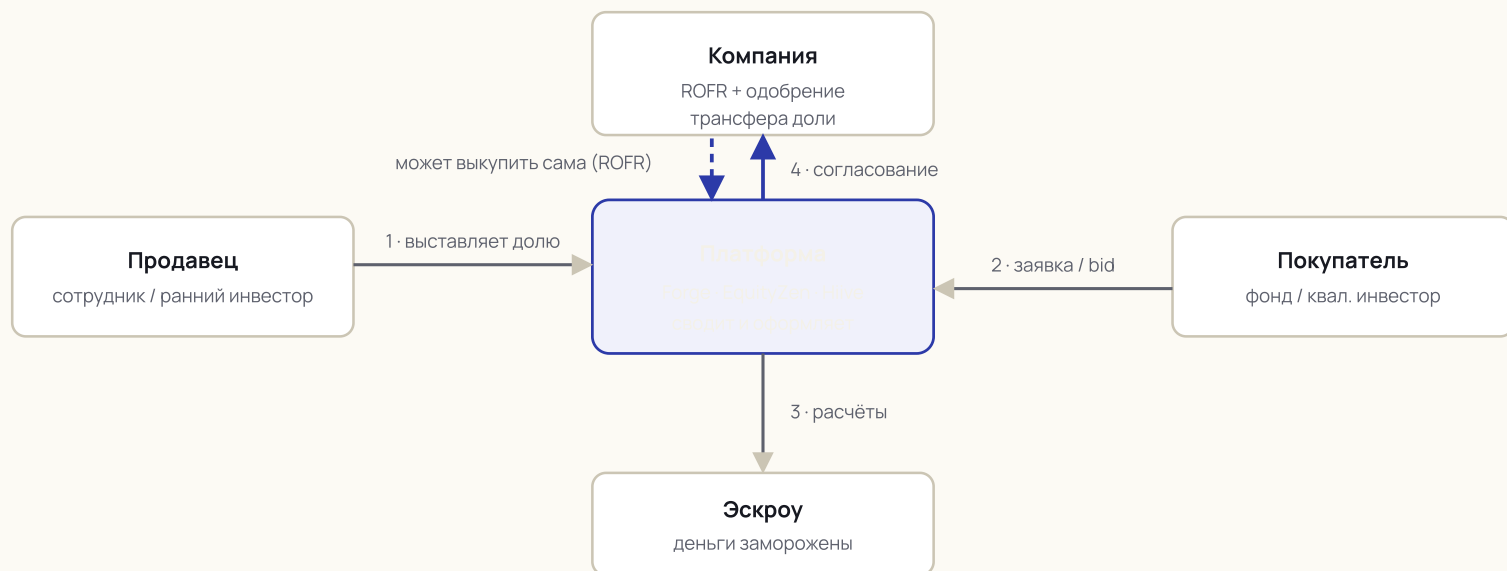


Схема 15. Путь вторичной сделки. Обратите внимание на верхний блок: компания — не зритель, а полноправный участник. Её право первого выкупа и одобрение трансфера способны развернуть или убить сделку на финише.

Почему компания в схеме главная? Из-за двух вещей в уставных документах, которые продавец подписал давным-давно, не читая. Первая — ограничения на передачу: долю нельзя продать кому попало без согласия. Вторая, самая коварная, — **ROFR** (right of first refusal), право преимущественного выкупа. Вы договорились с покупателем о цене, ударили по рукам — а компания говорит: «Спасибо, что нашли нам цену. Мы сами выкупим по ней». И покупатель остаётся ни с чем, проделав всю работу.

× РИСК

ROFR — не формальность. Компания реально может «перехватить» вашу сделку в последний момент, и весь ваш дью-дилидженс сгорает впустую. Всегда выясняйте до того, как вложите время и деньги, есть ли ROFR и как компания относится к вторичным продажам. Некоторые единороги их фактически блокируют.

Как рождается цена там, где нет рынка

Теперь самое тонкое. На бирже цена очевидна — вот последняя сделка, вот стакан, обновляется каждую секунду. На вторичке частной компании ничего этого нет. Сделки редки, публичных котировок нет, а компания свои финансы не раскрывает. Откуда тогда берётся цена? Из двух ориентиров-«якорей».

Первый якорь — последний раунд. Если полгода назад компания привлекала деньги по оценке 10 миллиардов, это отправная точка для торга. Но помните главы 6 и 7: раунд бывает раздут, а с тех пор рынок мог развернуться. Цена прошлого раунда — не истина, а лишь исходная позиция.

Второй якорь — оценка 409A. В американском контексте опционов это оценка справедливой рыночной стоимости обыкновенных акций для определения цены исполнения. Независимая оценка — один из способов получить презумпцию разумности оценки по правилам 409A, а не универсальная обязанность каждой частной компании. Она почти всегда заметно ниже цены последнего раунда — потому что оценивает обыкновенные акции, а не привилегированные с их защитами. 409A служит налоговым ориентиром и не гарантирует минимальную цену на рынке.

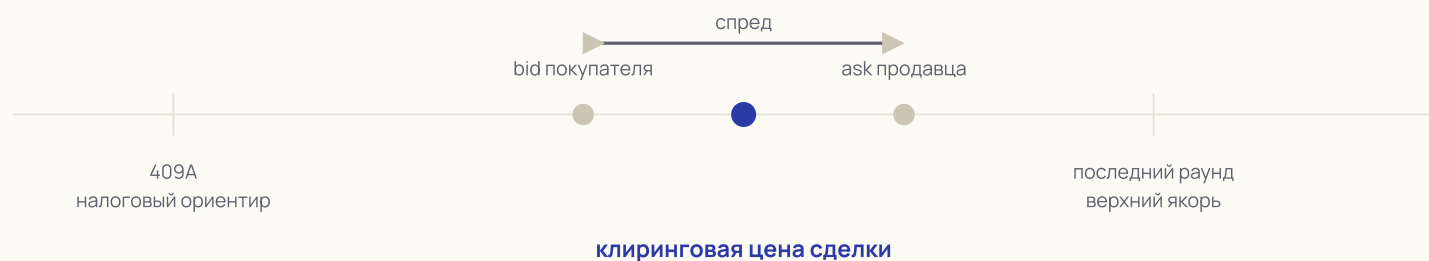


Схема 16. 409А и последний раунд — возможные ориентиры; рыночная цена может выходить за их пределы, а сделка случается там, где заявка покупателя встречает запрос продавца. Спред бывает широким — десятки процентов.

Между этими якорями и идёт торг. Покупатель называет bid, продавец — ask, и разница между ними, **спред** (spread), на неликвидном имени легко достигает десятков процентов. На бирже спред в доли процента, здесь — 10, 20, а то и 30. Это прямая цена неликвидности: платите за то, что покупателей и продавцов мало и найти друг друга им трудно.

! ОСТОРОЖНО

Главная беда вторички — **информационная асимметрия**. У продавца-сотрудника часто есть внутреннее знание, которого у вас нет: он видел, как идут продажи, слышал про перенос IPO, знает о проблемах. Спросите себя жёстко: *почему он продаёт именно сейчас и именно мне?* Иногда — потому что нужны деньги на дом. А иногда — потому что знает то, чего не знаете вы.

Капканы, о которых молчат в рекламе

И напоследок — риски, которые красивые сайты платформ упоминают мелким шрифтом. Первый вы уже знаете: **ROFR**, способный перехватить сделку на финише.

Второй — **форвардные контракты** (forward contracts). Бывает, что акции нельзя передать напрямую — устав запрещает, компания против. Тогда вам предложат «форвард»: юридически акции остаются у продавца, а вам продают лишь **экономический интерес** — обещание отдать выручку, когда случится IPO или продажа компании. Звучит терпимо, пока не вспомнишь: всё это время вы зависите от

порядочности и платёжеспособности продавца-контрагента. Обанкротится он или передумает — и ваши деньги повисли. Плюс лишний слой посредников, каждый со своей комиссией.

Третий — **отсутствие данных**. Публичная компания сыплет отчётами каждый квартал. Частная не должна вам ничего. Вы покупаете долю, толком не видя ни выручки, ни убытков, ни структуры капитала (cap table), ни того, сколько привилегированных акций стоит в очереди на выплату *впереди* ваших обыкновенных. При выходе эта очередь может съесть весь ваш доход — но об этом подробно в других главах.

“ «Ликвидность есть всегда — вопрос лишь в цене, по которой её готовы дать».

— Биржевая поговорка

Индустрия вторичного рынка — огромный шаг вперёд: она дала сотрудникам возможность обналичить труд, а инвесторам вроде вас — вход в компании, которые ещё вчера были наглухо закрыты. Но это по-прежнему полутёмный переулок, а не залитая светом биржа. Здесь шире спреды, меньше данных, больше юридических капканов и сильнее асимметрия знаний. Заходить сюда стоит — но с открытыми глазами и калькулятором, а не с горящим взглядом из главы про эйфорию.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Вторичный рынок частных акций закрыл разрыв между сотрудниками, которым нужна ликвидность, и инвесторами, которые хотят войти в единорога до IPO.
- ◆ Три канала: платформы (Forge, EquityZen, Nasdaq Private Market, Hiive), корпоративные tender offer и фонды вторички.
- ◆ В сделке компания — не зритель: право преимущественного выкупа (ROFR) и одобрение трансфера могут развернуть её на финише.
- ◆ Цена рождается в коридоре между оценкой 409A (налоговый ориентир) и последним раундом (верхний якорь); спреды на неликвиде достигают десятков процентов.
- ◆ Капканы: форвардные контракты с риском контрагента, отсутствие финансовых данных и информационная асимметрия — продавец нередко знает больше вас. Заходить с калькулятором, а не с горящими глазами.

ОЗ

— ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ

Методы оценки

Сердце книги. Почему оценить частную компанию так трудно и как это всё-таки делают: сопоставимые компании, DCF, венчурные методы, 409A и преференции, мультипликаторы, дисконты за неликвидность.

9 · Искусство оценки

10 · Сравнимые

11 · DCF

12 · Venture-метод

13 · Преференции

14 · Мультипликаторы

Почему оценка частной компании — искусство

У публичной акции цена одна на всех и обновляется каждую секунду. У частной компании цены нет вообще — есть три-четыре конкурирующие цифры, каждая со своей повесткой. Разобраться, какая из них хоть что-то значит, и есть первое ремесло инвестора.

Начну с честного признания. Когда аналитик по публичному рынку говорит «Apple стоит столько-то», он не оценивает — он просто читает табло. Рынок уже посчитал за него: миллионы сделок в день свели спрос и предложение к одному числу, и это число обновляется в реальном времени. Оценщику остаётся спорить не о цене, а о том, справедлива ли она.

В мире pre-IPO нет ни табло, ни миллионов сделок, ни «реального времени». Долю в непубличной компании за год могут перепродать три раза — а могут ни разу. Финансы вы видите урывками, да и те под NDA. Прибыли зачастую нет, а есть обещание, что она будет — лет через пять, если звёзды сойдутся. Оценить такую компанию — это не считывание, это построение. Вы не измеряете готовый факт, вы конструируете правдоподобное мнение из обрывков. Отсюда и слово «искусство»: не потому, что тут можно рисовать что угодно, а потому, что при одних и тех же входных данных два добросовестных профессионала законно приходят к цифрам, различающимся вдвое.

Нет цены — есть только мнения

Четыре вещи делают частную оценку принципиально мягкой материей, и их стоит держать в голове одновременно.

Нет рыночной цены. Акция Tesla ликвидна — вы продадите её за секунду по цене экрана. Долю в SpaceX вы будете пристраивать месяцами, через посредников, с их согласия, с дисконтом «за беспокойство». Цена, которую нельзя быстро реализовать,

— это не совсем цена. Это оценочное суждение о том, за сколько *могли бы* сойтись, если бы нашёлся покупатель.

Мало данных. Публичная компания раз в квартал вываливает сотни страниц отчётности под надзором регулятора и аудитора. Частная не обязана вам вообще ничего. Вы работаете с тем, что дали: питч-дек, пара строк управленческой отчётности, слухи из отраслевых чатов. Меньше данных — шире разброс любой модели.

Высокая неопределённость. Зрелая компания растёт на 5–10% в год, и это предсказуемо. Стартап на Series A может вырасти втрое, а может закрыться — и то, и другое в пределах нормы. Когда возможные исходы разбегаются на порядки, средняя по ним цифра описывает реальность примерно так же, как средняя температура по больнице.

Ставка на будущее. Стоимость зрелого бизнеса — это в основном его сегодняшние деньги. Стоимость стартапа — почти целиком его завтрашние. А будущее, как известно, ещё не наступило и имеет обыкновение не наступать в запланированном виде.

Чтобы почувствовать четвёртый пункт на пальцах, разложите стоимость на «сегодня» и «завтра». У зрелой электросетевой компании 80–90% ценности — это деньги, которые уже текут: понятная выручка, предсказуемые дивиденды, почти ничего не зависит от фантазии. У стартапа на Series A всё вывернуто наизнанку: сегодняшний бизнес не стоит почти ничего, а вся оценка — это на 90 с лишним процентов ставка на потоки, которых пока нет и которые появятся, дай бог, к седьмому-десятому году. Оценивать первую компанию — значит измерять настоящее. Оценивать вторую — значит спорить о будущем, а будущее не приходит на переговоры и не подписывает term sheet.

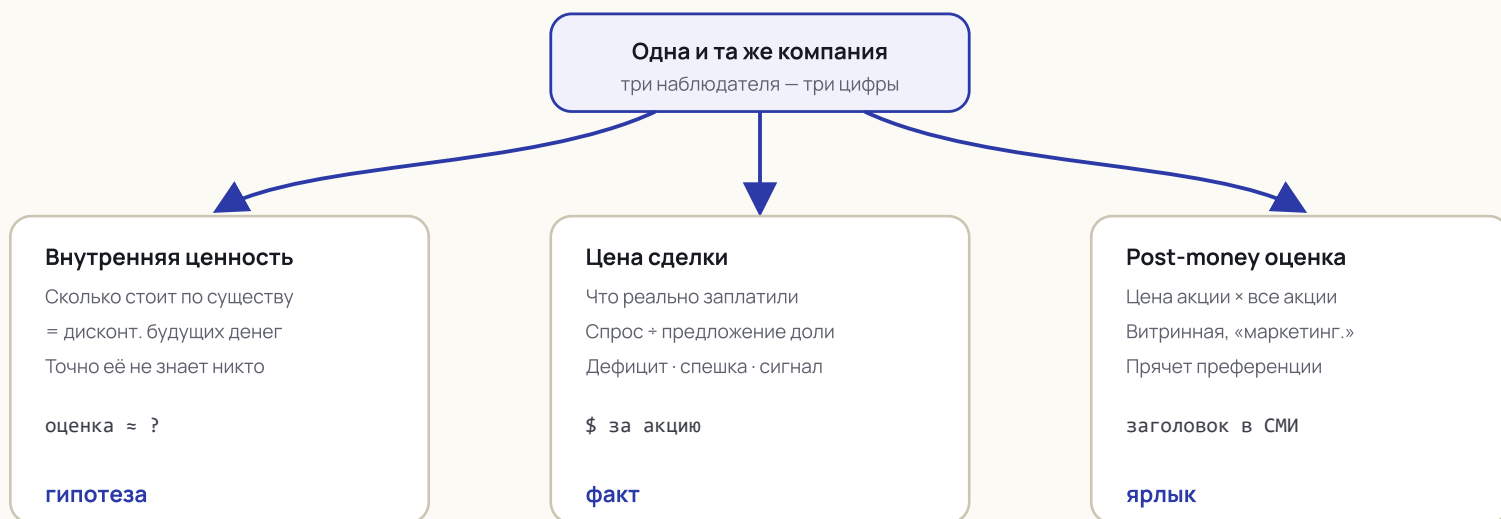


WeWork в начале 2019-го носила post-money оценку 47 млрд \$ — её исправно печатали как «стоимость компании». Через несколько месяцев, готовясь к IPO, рынок посмотрел на реальные финансы и убытки — и цифра на глазах усохла до ~8 млрд, по которым бизнес докапитализировал SoftBank. А в 2023-м WeWork подала на банкротство. Заголовочные 47 млрд не были ложью в момент раунда: кто-то действительно купил маленькую пачку привилегированных акций по такой цене. Ложью было принимать эту цену одной пачки за то, сколько стоит вся компания.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Оценка (valuation) ≠ цена (price)

Оценка — это ваше обоснованное мнение о том, сколько компания стоит по существу. **Цена сделки** — это сколько за неё в конкретный момент заплатил конкретный покупатель. В публичном рынке они почти совпадают. В частном — расходятся регулярно и иногда драматически, потому что цену задают не только фундаментал, но и дефицит, спешка, эмоции и переговорная сила сторон.



Ловушка новичка: принять правую цифру (заголовок) за левую (ценность).

Post-money — самая громкая из трёх и самая слабо связанная с тем, сколько компания стоит на самом деле.

Схема 17. Три линзы — три числа. Внутреннюю ценность приходится строить, цена сделки наблюдаема, а post-money — это арифметический ярлык, который путают с ценностью чаще всего.

Post-money — самая громкая и самая лукавая цифра

Именно post-money попадает в заголовки: «стартап привлёк раунд по оценке 10 млрд долларов». Звучит как приговор рынка. На деле это простейшая арифметика, а не оценка. И всё же именно она из года в год кочует по заголовкам, будто вынесенный рынком вердикт о стоимости компании.



КАК СЧИТАЕТСЯ POST-MONEY

Инвестор договорился купить акции по цене за акцию. Post-money оценка = эта цена × полное число акций компании после раунда. Всё. Никто не подтверждал, что каждая акция реально стоит столько же, сколько заплатил один инвестор за свою маленькую порцию, — просто так удобно считать.

Разберём на цифрах, почему «10 миллиардов оценки» и «в компанию верят на 10 миллиардов» — совсем не одно и то же.

Было до раунда: 90 000 000 акций у основателей и ранних инвесторов
Новый инвестор вносит 200 млн \$ и получает 10 000 000 новых акций

Цена за акцию	=	200 000 000 / 10 000 000	=	20 \$
Всего акций после	=	90 000 000 + 10 000 000	=	100 000 000
POST-MONEY	=	20 \$ × 100 000 000	=	2 000 000 000 \$
PRE-MONEY	=	2 000 000 000 - 200 000 000	=	1 800 000 000 \$

Инвестор реально принёс кэшем 200 млн \$
А «создал» прирост витринной оценки на 1 800 млн \$
Соотношение: 1 \$ живых денег → 9 \$ «оценки».

Вот он, фокус. Двести миллионов настоящих долларов превратились в почти два миллиарда «оценки», просто потому что цену одной небольшой пачки акций домножили на все акции разом. А теперь добавим то, что заголовки опускают: новый инвестор почти никогда не покупает такие же акции, как основатель. Он покупает **привилегированные (preferred)** — с правом забрать свои деньги первым при продаже компании, с приоритетным правом на выплату до размера вложенного капитала при достаточной сумме распределения. Это меняет всё.

Представьте, что компанию из примера через год продали не за 2 млрд, а всего за 300 млн \$. Держатель привилегированных акций с правом на «1× ликвидационную преференцию» забирает свои 200 млн *первым*. Остальным 90 млн акций достаётся 100 млн — по ~1,1 \$ вместо витринных 20 \$. Post-money обещал всем по 20; реальность отдала обычным акционерам в 18 раз меньше. Если для распределения останется только 100 млн \$, инвестор с преференцией 200 млн \$ получит не более 100 млн \$: преференция не гарантирует возврат капитала. Заголовок «оценка 2 млрд» был правдой ровно для одной привилегированной строчки в капитализации.

Есть и более тонкий поворот. У одной частной компании в один и тот же день существуют две легальные цены за акцию. Инвестор платит за привилегированную, скажем, 20 \$. А сотрудник, которому дают опционы, получает их по цене обыкновенной акции — по независимой оценке 409А она нередко составляет 30–50% от цены привилегированной, те самые 8–10 \$. Разрыв тут не мошенничество, а честная плата за отсутствие преференций и защиты у «обычной» акции. Но он наглядно показывает: «цена акции» частной компании — это не одно число, а всегда вопрос «какой именно акции и с какими правами?». Post-money берёт самую дорогую из них и растягивает на весь капитал — оттого и выходит так внушительно.

Мораль не в том, что post-money — обман. Это законная и полезная величина: она задаёт цену раунда и долю нового инвестора. Проблема начинается, когда её читают как «рыночную капитализацию» частной компании. Это не капитализация. Это цена самой дорогой и самой защищённой акции, натянутая на весь капитал. К механике преференций и «водопаду» выплат мы вернёмся отдельной главой — там цифры становятся ещё интереснее.

Что двигает цену, кроме фундамента

Раз цену задаёт не только внутренняя ценность, полезно знать остальных участников торго. В частных сделках на число влияют силы, которых на бирже почти нет.

- **Переговорная сила.** Компания с очередью инвесторов диктует условия. Компания, у которой через два месяца кончатся деньги, соглашается почти на любые. Одна и

та же выручка стоит по-разному в зависимости от того, кому сейчас нужнее сделка.

- **Дефицит раунда.** Если раунд маленький, а желающих много, цену гонит аукцион, а не модель. «Горячий» раунд легко уходит на 30–50% выше того, что показал бы любой расчёт, — и это не ошибка, это спрос.
- **Сигнал именитого инвестора.** Когда в раунд заходит фонд первого эшелона, остальные читают это как знак качества и подтягиваются по его цене, не пересчитывая заново. Иногда бренд в списке инвесторов стоит дороже, чем следующая строчка выручки.
- **Структура сделки.** Более жёсткие предпочтения, антиразмытие, гарантированная доходность — за них инвестор готов заплатить более высокую витринную цену. Он покупает защиту, а красивую оценку отдаёт основателю в подарок для пресс-релиза.

Оборотная сторона всех этих сил — **down-round**, раунд по цене ниже предыдущего. Он безжалостно обнажает разрыв между витриной и ценностью. Если год назад компанию «оценили» в 5 млрд на дефиците и хайпе, а сегодня деньги нужны позарез и очереди инвесторов у двери нет, новый раунд легко проходит по 2 млрд. Бизнес за год не стал вдвое хуже — просто испарились переговорная сила и ажиотаж, которые надували прежнюю цифру. Down-round — это момент, когда цена сделки громко напоминает оценке, кто из них двоих на самом деле главный. Именно поэтому опытный инвестор смотрит не на заголовочную оценку последнего раунда, а на его условия и на то, при каких обстоятельствах он закрывался. Одна и та же цифра post-money, полученная в горячем переподписанном раунде и в отчаянном down-round, несёт диаметрально разный смысл — а заголовок этой разницы не покажет.

1 \$ → 9 \$

Столько «оценок» способен создать один доллар живых денег через арифметику post-money

×2

Во столько раз законно расходятся оценки двух добросовестных аналитиков по одной ранней компании

30–50%

Типичная надбавка к «расчётной» цене в перегретом дефицитном раунде

Диапазон подходов — и когда какой уместен

Хорошая новость: инструменты всё же есть, и их не десяток, а по сути четыре семейства. Плохая — универсального нет, каждый работает на своей стадии. Логика простая: чем больше у компании реальных данных, тем строже метод, который она заслуживает. На посевной стадии считать дисконтированные денежные потоки — самообман (какие потоки, если нет и выручки?); там правят эвристики. У поздней компании с выручкой в сотни миллионов, наоборот, грех не применить мультипликаторы и сценарный DCF.

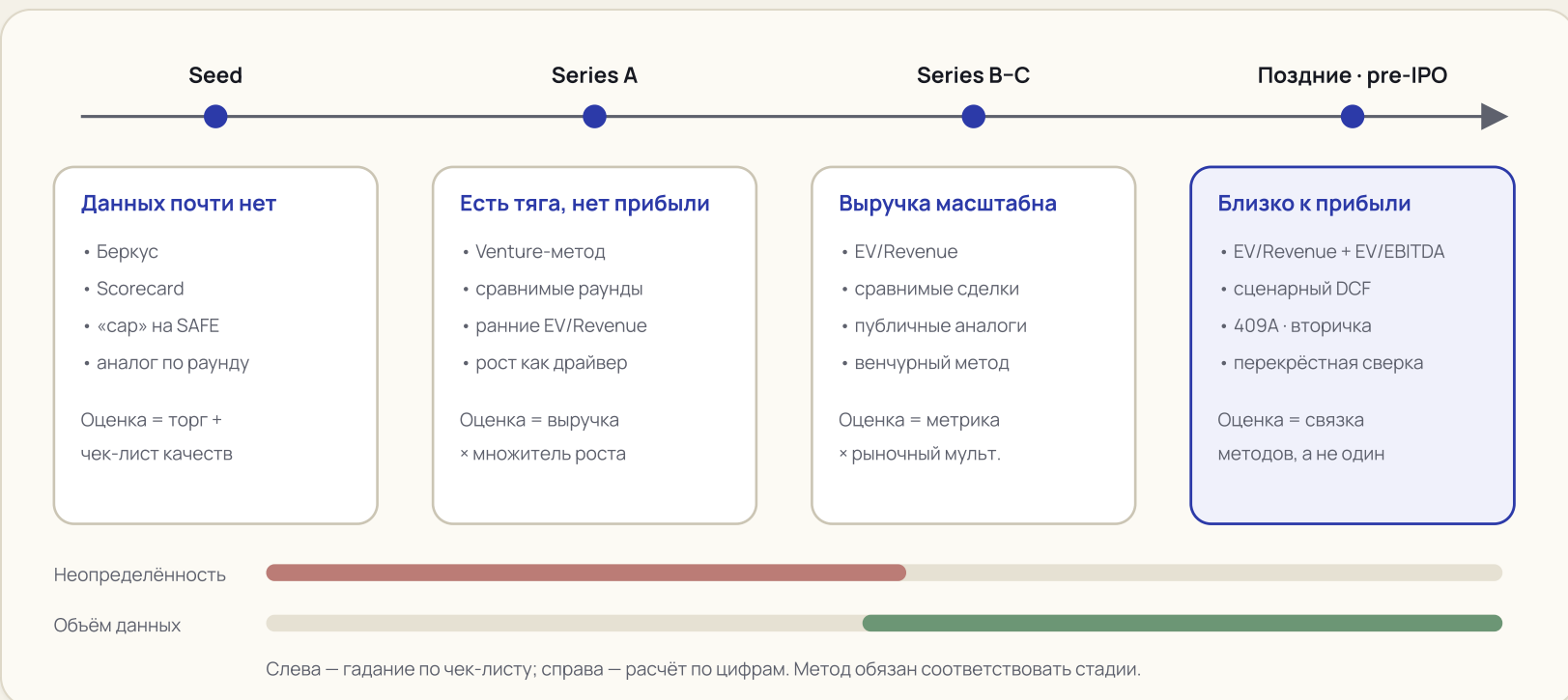


Схема 18. Метод под стадию. Слева данных нет — работают эвристики (Беркус, scorecard). Справа выручка и путь к прибыли уже видны — включаются мультипликаторы и сценарный DCF. Применить DCF к посеву — всё равно что взвешивать туман на аптечных весах.

Стадия	Что есть у компании	Рабочие методы	Чего избегать
Seed	Команда, прототип, первые пользователи	Беркус, scorecard, cap на SAFE, аналог по соседнему раунду	DCF (нечего дисконтировать)
Series A	Продукт, ранняя выручка, быстрый рост	Venture-метод, сравнимые раунды, ранние revenue-мультипликаторы	EV/EBITDA (EBITDA отрицательна)
Series B–C	Выручка десятки-сотни млн, юнит-экономика	EV/Revenue по публичным аналогам, сравнимые сделки, венчурный метод	Слепая вера в единственный множитель
Поздние pre-IPO	Крупная выручка, видимый путь к прибыли	EV/Revenue + EV/EBITDA, сценарный DCF, 409A, цены вторичного рынка	Игнорировать предпочтения и неликвидность

Заметьте, как в правой колонке таблицы методы не заменяют друг друга, а складываются. Профессиональная оценка поздней компании — это не «мы применили DCF», а «мультипликаторы дали 400–500, сценарный DCF — 350–520, вторичка торгуется по ~430; сходимся в районе 430–460». Одиночная цифра из одной модели — признак либо новичка, либо продавца. Настоящий ответ всегда диапазон, и следующие две главы как раз учат строить два самых ходовых кирпича этого диапазона: сравнение с похожими и дисконтирование потоков.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ У частной компании нет единой рыночной цены — есть конкурирующие оценки; расхождение вдвое между добросовестными аналитиками здесь норма, а не ошибка.
- ◆ Оценка (сколько стоит по существу) и цена сделки (сколько заплатили) в частном рынке расходятся: цену двигают дефицит, спешка, переговорная сила и «сигнал» именитого фонда.
- ◆ Post-money — арифметический ярлык (цена акции × все акции), а не капитализация: один доллар живых денег легко «создаёт» девять долларов витринной оценки, а преференции делают эту цифру верной лишь для самой защищённой акции.
- ◆ Метод обязан соответствовать стадии: на посеве — эвристики, у поздней компании — мультипликаторы и сценарный DCF. Профи не выбирают один метод, а сводят несколько в диапазон.

Метод сопоставимых компаний

Если не знаешь, сколько стоит дом, посмотри, почём ушли соседние.

Метод сравнимых — самый интуитивный и самый популярный инструмент оценки частных компаний. И, как всякий популярный инструмент, он опаснее всего именно в руках тех, кто верит ему безоговорочно.

Логика метода не сложнее оценки квартиры риелтором. Никто не считает «внутреннюю ценность» вашей двушки по будущим арендным потокам — берут три похожие квартиры в доме напротив, смотрят цену за метр, вносят поправки на этаж и ремонт. Метод **сопоставимых компаний** (**comparable companies**, «comps») делает ровно то же самое, только «ценой за метр» служит рыночный мультипликатор, а «метром» — выручка или прибыль.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Мультипликатор (multiple)

Отношение стоимости компании к какому-то её финансовому показателю. Самые ходовые: **EV/Revenue** (стоимость бизнеса к выручке), **EV/EBITDA** (к прибыли до процентов, налогов и амортизации), **P/S** (капитализация к выручке). Идея: похожие компании должны торговаться по похожим мультипликаторам. Узнав множитель у публичных аналогов, вы переносите его на частную цель и получаете оценку.

Здесь важно сразу развести **EV** (enterprise value, стоимость всего бизнеса — для всех, кто его финансирует) и **капитализацию** (стоимость только акций). $EV = \text{капитализация} + \text{чистый долг}$. Мультипликаторы вроде EV/Revenue считают именно от EV, потому что выручку зарабатывают на все деньги компании, а не только на акционерные. В конце расчёта EV аккуратно превращают обратно в стоимость акций, прибавив кэш и вычтя долг, — про это забывают чаще, чем хотелось бы.

Какой множитель под какую компанию

Выбор мультипликатора — это диагноз стадии. Для зрелой прибыльной компании естественно смотреть **EV/EBITDA**: есть прибыль — есть от чего считать. Но добрая половина pre-IPO кандидатов прибыли пока не имеет: они жгут деньги ради роста. Считать EV/EBITDA от отрицательной EBITDA бессмысленно — получите отрицательную оценку у растущего единорога, что абсурдно.

Поэтому для убыточных быстрорастущих компаний рынок перешёл на **revenue-мультипликаторы** (EV/Revenue, P/S): выручка почти всегда положительна, и по ней можно сравнивать. Но у них есть коварная особенность — они смертельно зависят от темпа роста. Компания, растущая на 60% в год, справедливо стоит вдвое-втрое больше на доллар выручки, чем компания с ростом 20%. Игнорировать рост при revenue-мультипликаторах — классическая ошибка, ведущая к оценкам мимо реальности в разы.

Ещё одна развилка — какую выручку ставить в знаменатель: прошлую (trailing, за последние 12 месяцев) или будущую (forward, ожидаемую за следующие 12, NTM). Для быстрорастущей компании разница огромна. Возьмём выручку 80 млн \$ и рост 60%: тот же множитель 10× на прошлой выручке даёт EV 800 млн, а на прогнозной (128 млн) — уже 1,28 млрд, на 60% больше из ниоткуда. Рынок для растущих историй почти всегда смотрит вперёд, поэтому и множители у публичных аналогов принято брать форвардные — иначе вы сравниваете их «завтра» с чужим «вчера» и удивляетесь, отчего всё сходится криво.

Мультипликатор	Когда уместен	Сильная сторона	Слабость
EV/EBITDA	Зрелые, прибыльные	Учитывает реальную прибыльность и структуру капитала	Бесполезен при отрицательной EBITDA
EV/Revenue	Растущие, ещё убыточные	Работает без прибыли, легко сравнивать	Слеп к марже; критично зависит от темпа роста
P/S	Быстрый прикид	Прост, данные всегда есть	Игнорирует долг и рентабельность
EV/Revenue + рост	Сравнение растущих между собой	Нормирует множитель на скорость роста	Грубое правило, не точная модель

Пять шагов метода

За кажущейся простотой прячется дисциплина: половина ошибок метода — это пропущенные или сделанные наспех шаги. Вот честная последовательность.

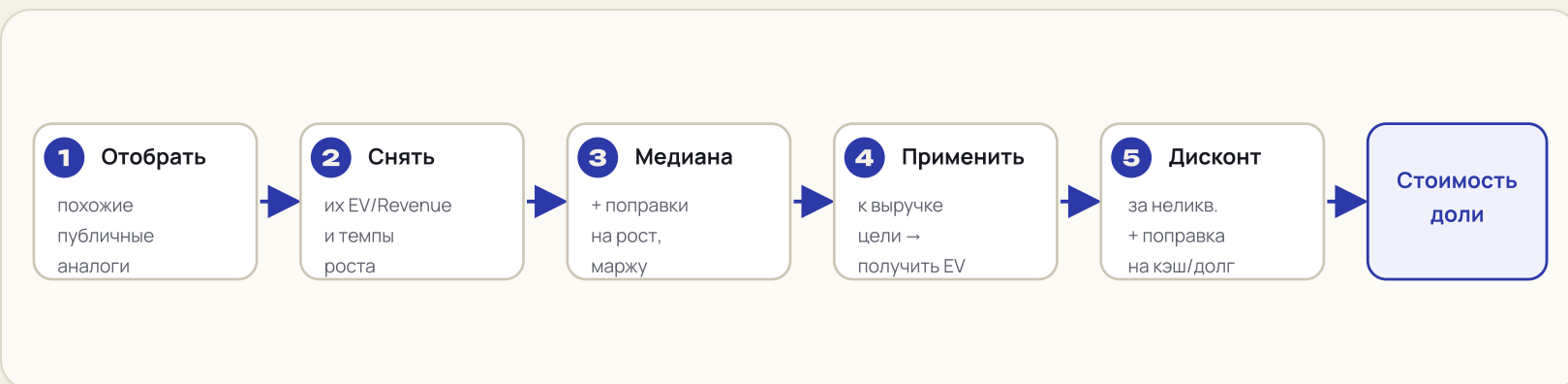


Схема 19. Метод по шагам. Три первых шага — про качество сравнения (кого берём и как правим множитель), два последних — про перевод в деньги (применяем и делаем скидку за то, что доля неликвидна).

1 Отобрать аналоги

Публичные компании того же рынка и бизнес-модели; недавние сделки M&A; свежие раунды сопоставимых стартапов. Не «тоже айти», а именно такой же профиль: облачный SaaS сравнивают с облачным SaaS, а не с маркетплейсом.

2 Снять мультипликаторы

По каждому аналогу — актуальный EV/Revenue (лучше форвардный, на ожидаемую выручку следующих 12 месяцев, NTM) и темп роста. Одну без другой брать нельзя.

3 Медиана и поправки

Берут медиану, а не среднее — она устойчивее к выбросам. Затем правят: цель растёт быстрее аналогов — надбавка; маржа хуже — скидка; рынок стал холоднее с момента их котировок — общий понижающий коэффициент.

4 Применить к метрике

Скорректированный множитель × выручка цели = enterprise value. Горизонт множителя и горизонт выручки должны совпадать: форвардный множитель — на форвардную выручку.

Частную долю не продать мгновенно — вычитают **скидку за неликвидность** (обычно 20–30%). Затем EV превращают в стоимость акций: прибавляют кэш, вычитают долг.

Задержимся на первом шаге — от него зависит всё остальное, а грешат на нём чаще всего. У аналогов три источника, и у каждого своя правда. **Публичные компании** дают ежедневно обновляемые множители, но их бизнес обычно крупнее и зрелее вашей цели — отсюда систематическая поправка вниз на размер и меньшую предсказуемость стартапа. **Недавние сделки M&A** показывают, сколько реально платят за компанию целиком, но включают «премию за контроль» (те самые 20–40% сверху за право распоряжаться бизнесом), которую для миноритарной доли нужно вычесть обратно. **Свежие раунды похожих стартапов** ближе всего по стадии и модели, но, как мы вскоре увидим, легче всего заражены общим хайпом сектора. Зрелый оценщик берёт все три источника и смотрит, сходятся ли они между собой; расхождение источников — уже само по себе полезный сигнал о том, где спрятана неправда.

Считаем на живом примере

Возьмём вымышленную, но правдоподобную цель — облачный сервис «Северянин»: выручка 80 млн \$ за последние 12 месяцев, рост 60% год к году, валовая маржа 78%, до прибыли пока не дотянул. На счетах 120 млн \$ кэша, долга нет. Собираем корзину из пяти публичных облачных аналогов.

Публичный аналог	EV/Revenue (NTM)	Рост выручки	EV/Rev + рост
Облако-А	11,0×	42%	0,26
Дата-Б	7,5×	33%	0,23
Сеть-В	14,0×	55%	0,25
Софт-Г	5,5×	20%	0,28
Платформа-Д	9,0×	38%	0,24
Медиана	9,0×	38%	0,25

◆ ПРАВИЛО «МНОЖИТЕЛЬ НА РОСТ»

Грубая, но живучая эвристика для растущих компаний: делите EV/Revenue на темп роста (в процентах). У здорового облачного сектора это отношение держится в узком коридоре ~0,20–0,28 — рынок словно платит примерно четверть множителя за каждый процент годового роста. Если у вашей цели отношение резко выпадает из коридора аналогов, либо оценка неадекватна, либо сам рост нежизнеспособен. Правило не заменяет расчёт, но мгновенно ловит грубые промахи — им удобно проверять чужие цифры за минуту.

Медиана множителя — 9,0×, медиана роста — 38%. Но наша цель растёт на 60%, заметно быстрее корзины. Прикладывать голую медиану 9× было бы несправедливо — недооценим рост. Вот тут работает нормировка «множитель на рост»: у аналогов отношение EV/Revenue к темпу роста держится около 0,25. Если и цель заслуживает такого же отношения, её справедливый множитель $\approx 0,25 \times 60 = 15\times$. Это верхняя, оптимистичная граница. Будем осторожнее и возьмём между медианой и «ростовой» оценкой — например 11,3× (надбавка примерно +25% к медиане за более высокий рост). Дальше — арифметика.

Медиана EV/Revenue (NTM) по аналогам 9,0×

Поправка на рост (60% против 38%): $\times 1,25$... 11,3×

Прогнозная выручка цели (NTM) = $80 \times 1,60$.. 128 млн \$

Enterprise value = $11,3 \times 128$ 1 446 млн \$

Скидка за неликвидность -25%	-361 млн \$
	= 1 085 млн \$
+ чистый кэш (120 млн \$, долга нет)	+120 млн \$
Стоимость капитала («Северянина»)	≈ 1 205 млн \$ (~1,2 м

Заметьте, где спрятана самая спорная цифра расчёта — это скидка за неликвидность. Мы взяли 25%, но обосновать её точно нельзя: она зависит от того, насколько живой у этой конкретной доли вторичный рынок, как скоро ожидается IPO и разрешает ли компания вообще перепродавать акции. Для позднего единорога на пороге биржи скидка справедливо мала (10–15%); для доли в компании ранней стадии, у которой нет никакого пути к ликвидности, — велика (30–40%). Одно это допущение двигает итог на сотни миллионов, и спорить о нём стоит ничуть не меньше, чем о самом множителе.

Обратите внимание, что итог мы честно поставим не точкой, а вилкой. Если множитель гулять от 8× до 14×, а скидка за неликвидность — от 20% до 30%, стоимость капитала расползается примерно от 0,9 до 1,6 млрд \$. Вот это и есть настоящий ответ метода: «около 1,2 млрд, разумный коридор 0,9–1,6». Кто называет одну цифру с точностью до миллиона — либо не считал вилку, либо вам что-то продаёт.

Полезная привычка — проверить результат вторым множителем. Если по EV/Revenue вышло ~1,2 млрд, прикиньте, что это значит в терминах EV к валовой прибыли: при марже 78% валовая прибыль цели ≈ 100 млн \$, и наша оценка соответствует примерно 14,5× к ней. Звучит ли это вменяемо на фоне сектора? Если да — уверенности прибавилось; если множитель к валовой прибыли получился диким, значит, в исходную корзину аналогов затесалась компания с совсем другой экономикой, и корзину надо пересобирать. Два разных множителя, независимо дающих похожий ответ, — лучшее, на что вообще можно рассчитывать в этом методе.

Полезно увидеть, из чего складывается эта единственная строчка. Разложим путь от базового множителя к стоимости капитала «водопадом».

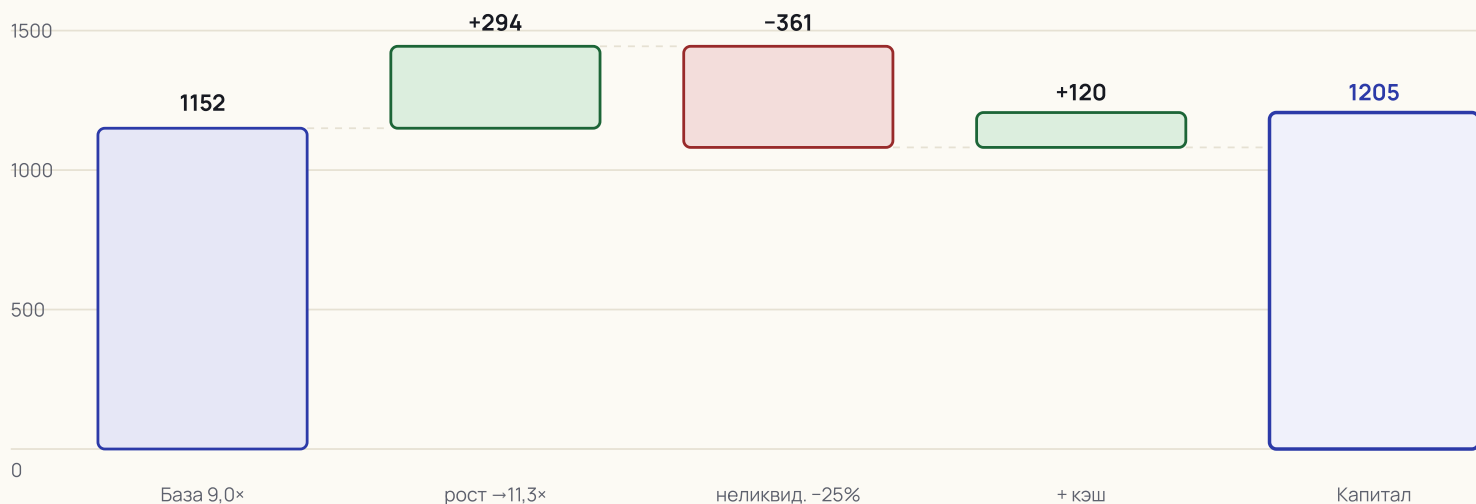


Схема 20. Из чего собрана оценка (млн \$). Базовые 1152 (медиана × выручка) растут на 294 за счёт более высокого роста, теряют 361 на скидке за неликвидность и прибавляют 120 кэша. Виден вклад каждого решения — и то, что скидка за неликвидность съедает почти весь бонус за рост.

Где метод врёт

Сопоставимые — быстрый и рыночный способ, но у него два встроенных порока, и оба про слово «сопоставимость».

Аналоги не бывают идентичны. Двух одинаковых компаний не существует. Всегда найдётся отличие в марже, рынке, стадии, качестве команды — а множитель к этим отличиям чувствителен. Хуже того, соблазн подобрать «удобных» аналогов огромен: хотите оценку повыше — набейте корзину дорогими именами, и медиана послушно подрастёт. Метод легко превращается в зеркало желаний оценщика.

! ЛОВУШКА НАСТРОЕНИЙ РЫНКА

Мультипликаторы аналогов — это фотография рыночного настроения на конкретную дату. В начале 2021-го облачный SaaS торговался по 20–30× выручки; к концу 2022-го те же компании — по 5–8×. Оцените частную цель по «горячим» аналогам — унаследуете весь оптимизм пузыря. Метод не измеряет ценность компании, он измеряет, сколько сегодня платят за похожих. А платят по-разному в зависимости от фазы цикла.

Круговая ссылка. Отдельная беда частного рынка: аналогами для стартапа часто служат... другие стартапы и их раунды. Если весь сектор надут, вы «подтверждаете» завышенную оценку одной раздутой компании завышенными оценками соседних. Все ссылаются друг на друга, а на что опирается вся конструкция — неясно. Так надуваются секторальные пузыри, и метод сравнимых из инструмента оценки превращается в усилитель коллективного самообмана.

Есть и техническая ловушка внутри самой корзины: медиана прячет разброс. Пять аналогов с множителями $5,5\times$ и $14\times$ дают ту же медиану $9\times$, что и пять компаний, плотно сидящих около $9\times$, — но доверия к первому случаю должно быть куда меньше. Поэтому рядом с медианой всегда смотрят на разброс: если аналоги разлетелись от $5\times$ до $14\times$, честнее сразу закладывать широкую вилку оценки, а не делать вид, что медиана и есть ответ. Плотный кластер аналогов — редкая удача; широкий веер означает, что рынок сам ещё не определился, сколько стоит этот тип бизнеса, — и ваша оценка унаследует ровно эту неопределённость, как её ни причёсывай.

Отсюда практический вывод: сопоставимые незаменимы как быстрая рыночная проверка («а по чём вообще ходят похожие?»), но им нельзя доверять в одиночку. Их обязательно сверяют с методом, который смотрит не на соседей, а внутрь самой компании — на её собственные будущие деньги. Этим и займётся следующая глава.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Метод сравнимых оценивает компанию через мультипликаторы похожих: EV/EBITDA для прибыльных, EV/Revenue и P/S для растущих убыточных — но revenue-множители критично зависят от темпа роста.
- ◆ Пять шагов: отобрать аналоги → снять их множители и рост → медиана с поправками → применить к выручке цели → скидка за неликвидность (20–30%) и переход от EV к стоимости акций через кэш и долг.
- ◆ В примере «Северянина» оценка вышла $\approx 1,2$ млрд \$ с честным коридором 0,9–1,6 млрд; итог метода — всегда вилка, а не точка.
- ◆ Главные пороки — иллюзия сопоставимости (аналоги не идентичны, корзину легко подтасовать) и зависимость от настроений рынка: те же компании в 2021 и 2022 стоили в 3–4 раза разное. Сравнимые сверяют с DCF, но не доверяют им в одиночку.

DCF и его пределы для стартапов

Дисконтированные денежные потоки — самый честный метод оценки из существующих: он смотрит не на соседей, а на саму компанию. И одновременно самый опасный, когда речь о стартапе: строгая формула создаёт иллюзию точности там, где под ней — чистые фантазии о будущем.

В основе **DCF (discounted cash flow)** лежит мысль, с которой не поспоришь: компания стоит ровно столько, сколько денег она принесёт своим владельцам за всю оставшуюся жизнь, — но с поправкой на то, что рубль сегодня дороже рубля через пять лет. Метод не спрашивает, почём ходят соседи. Он спрашивает у самой компании: сколько ты нагенеришь кэша и когда? В этом его сила — и весь его драматизм, потому что для стартапа ответ на этот вопрос лежит глубоко в тумане будущего.

Как это устроено: потоки, ставка, терминал

DCF собирается из трёх деталей, и понять их по отдельности проще, чем кажется.

Свободный денежный поток (FCF). Сколько живых денег остаётся у компании после всех расходов и инвестиций — то, что можно раздать владельцам, не убив бизнес. Прогнозируют его обычно на 5–10 лет вперёд.

Ставка дисконтирования. Коэффициент, которым будущие деньги пересчитывают в сегодняшние. Он отражает и стоимость времени, и риск: чем рискованнее бизнес, тем выше ставка, тем сильнее «сжимаются» будущие потоки. Для зрелой компании берут 8–12%, для венчурной истории — 25–40%, потому что риск не получить эти потоки огромен.

Терминальная стоимость. Прогнозировать поток на 50 лет вперёд — самообман, поэтому после горизонта прогноза считают одну сводную величину: сколько стоит бизнес «дальше», предполагая, что он выходит на скромный вечный рост. Считают по

формуле Гордона: поток первого «послепрогнозного» года делят на разницу ставки и вечного темпа роста.

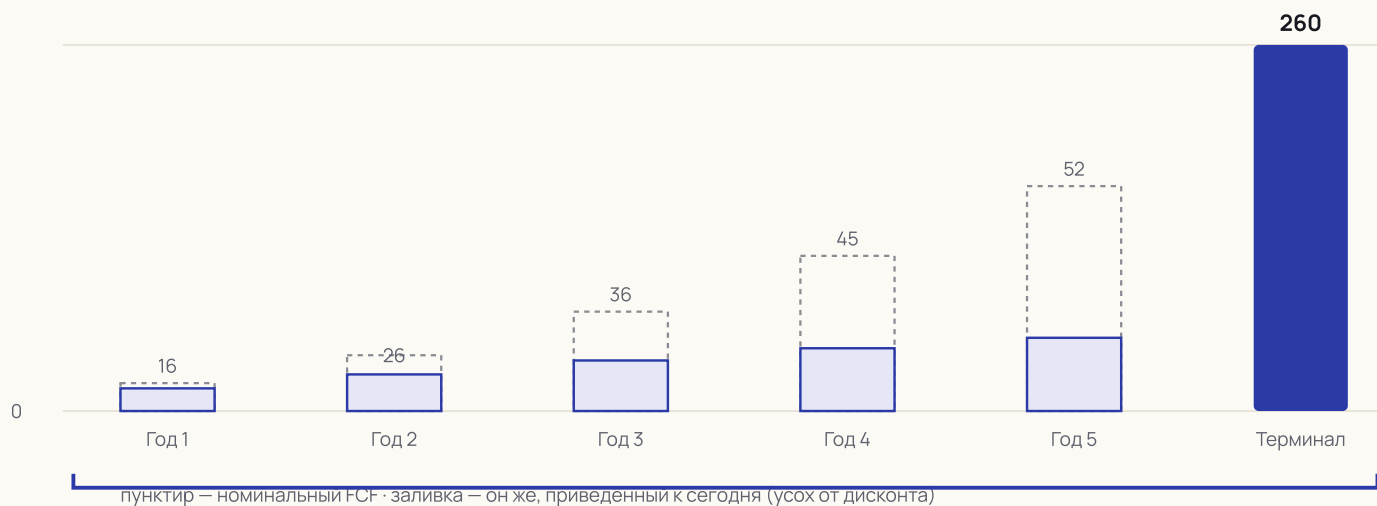
Откуда берут саму ставку — вопрос, на котором ломаются копыя. Для публичной компании её считают формально, через **WACC** (средневзвешенную стоимость капитала): сколько в среднем стоят деньги акционеров и кредиторов, с поправкой на рыночную бету. Для стартапа весь этот аппарат бесполезен — нет ни беты, ни долга, ни истории котировок, чтобы что-то усреднять. Поэтому венчурные инвесторы берут ставку иначе — прямо как *требуемую доходность*: раз из десяти вложений выживает одно-два, каждое обязано обещать десятки процентов годовых, чтобы портфель в целом вышел в плюс. Отсюда и пугающие 25–40% — это не абстрактная «стоимость времени», а честная плата за то, что большинство ставок не сыграет вовсе.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Формула, вокруг которой всё крутится

$PV = FCF_t \div (1 + r)^t$ — приведённая стоимость потока года t при ставке r . Терминал = $FCF_{\text{послед.}+1} \div (r - g)$, где g — вечный темп роста. Стоимость бизнеса (EV) = сумма всех PV потоков + приведённая терминальная стоимость. Три множителя, две дроби — и вся магия.

$$PV = FCF_t \div (1+r)^t \cdot r = 25\% \cdot g = 4\%$$



Σ приведённых потоков + приведённый терминал = EV $\approx$ 435 млн \$

Схема 21. Как собирается DCF. Каждый будущий поток «усыхает», деля на $(1+r)$ в степени года: чем дальше год, тем меньше от него остаётся сегодня. Обратите внимание на правый столбик — терминальная стоимость одна весит больше, чем все пять прогнозных лет вместе.

Пройдём расчёт целиком на компании, близкой к прибыльности, — это честный случай для DCF. Пусть FCF растёт по годам: 20, 40, 70, 110, 160 млн \$. Ставка $r = 25\%$, вечный рост $g = 4\%$.

Дисконтируем каждый год: $PV = FCF \div (1,25)^t$

Год 1: $20 \div 1,25 = 16,0$

Год 2: $40 \div 1,56 = 25,6$

Год 3: $70 \div 1,95 = 35,8$

Год 4: $110 \div 2,44 = 45,1$

Год 5: $160 \div 3,05 = 52,4$

Σ приведённых потоков 174,9 млн \$

Терминальная стоимость (после года 5):

$FCF_6 = 160 \times 1,04 = 166,4$

$TV = 166,4 \div (0,25 - 0,04) = 792,4$ (в ценах года 5)

Приводим к сегодня: $792,4 \div 3,05 \dots 259,7$ млн \$

$EV = 174,9 + 259,7 \dots \approx 435$ млн \$

▲ прогноз

▲ терминал (60% всей оценки!)

◆ ХВОСТ, КОТОРЫЙ ВИЛЯЕТ СОБАКОЙ

Смотрите на пропорцию: приведённые потоки пяти лет дают 175 млн, а терминальная стоимость — 260. Почти **60% оценки** держится на одной цифре, описывающей то, что случится после горизонта прогноза, то есть после самой туманной части будущего. Вся точность первых пяти строк не значит ничего, если терминал посчитан «на глаз». Для зрелой компании это терпимо. Для стартапа — фундамент из песка.

Терминал, к слову, можно считать двумя разными способами, и они дают разные ответы — само по себе тревожный факт. Формула Гордона, которую мы применили, предполагает вечный скромный рост, но крайне капризна к паре r и g в знаменателе: чем ближе ставка к вечному росту, тем сильнее дробь распухает, а при r , вплотную подошедшем к g , оценка просто улетает в бесконечность. Второй способ — **exit-мультипликатор**: предположить, что на пятый год компанию оценят, скажем, в $5\times$ выручки, как сегодня оценивают зрелые аналоги, и от этого плясать. Это привязывает терминал к рынку, а не к спорному вечному росту, зато протаскивает внутрь DCF всю

ненадёжность метода сравнимых из прошлой главы. Аккуратный аналитик считает обоими способами и настораживается, когда ответы расходятся сильно, — значит, вся оценка держится на выборе метода, а не на компании.

Почему для ранних стартапов DCF ломается

Всё, что делает DCF красивым для зрелого бизнеса, оборачивается против него на ранней стадии. Проблем ровно три, и каждая по отдельности убийственна.

Нет потоков, которые прогнозировать. Стартап на Series A денежный поток не генерирует — он его сжигает. Значит, весь прогноз — это не экстраполяция факта, а сочинение с нуля: «на пятый год мы выйдем в плюс и заработаем столько-то». Откуда цифра? Из презентации основателя. DCF аккуратно пересчитает вашу мечту в приведённую стоимость, но мечтой она быть не перестанет.

Чудовищная чувствительность. Когда почти вся оценка сидит в терминале, а терминал зависит от двух спорных чисел — ставки и вечного роста, — крохотное движение допущения качает итог на десятки процентов. Покажем это на нашем же примере: подвигаем ставку и вечный рост в разумных пределах и посмотрим, что станет с оценкой.

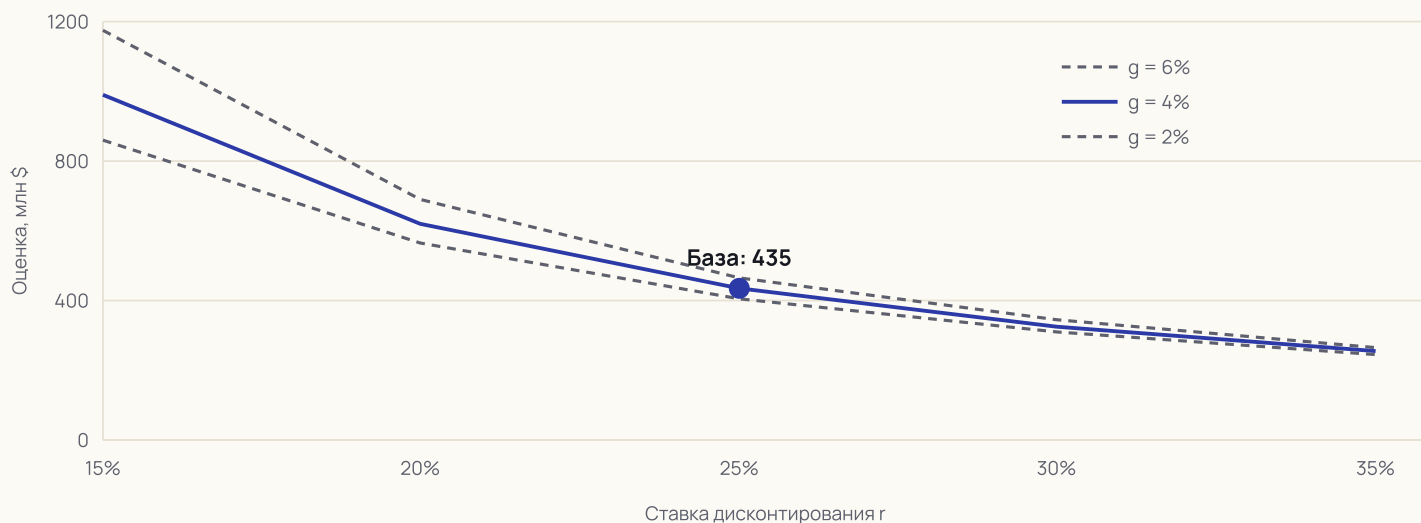


Схема 22. Одна и та же компания — от 255 до 990 млн \$. Сдвиньте ставку с 15% на 35% — и оценка падает вчетверо. Каждые «безобидные» +5 п.п. к ставке срезают четверть стоимости. Кривая настолько крутая, что спор о ставке важнее спора о самом бизнесе.

Соберём тот же расчёт в таблицу — она нагляднее любых слов о «чувствительности». По строкам ставка, по столбцам вечный рост; в клетках — оценка EV в млн \$.

Ставка $r \downarrow$ · рост $g \rightarrow$	$g = 2\%$	$g = 4\%$	$g = 6\%$
20%	567	620	689
25%	407	435	467
30%	310	325	343

Вдумайтесь в размах. Мы не трогали ни бизнес, ни прогноз выручки — только два допущения, каждое из которых «взято из головы» с точностью плюс-минус несколько процентов. И оценка гуляет от 310 до 689 млн — больше чем вдвое. Если добавить сюда ещё и неопределённость самого прогноза FCF (а он для стартапа гадателен целиком), диапазон раздувается до неприличия. DCF даёт вам красивое число «435» — но за ним стоит облако от 200 до 900, и облако это честнее самого числа.

Тут прячется и простой тест на честность модели. Спросите себя: какая доля итоговой оценки объясняется тем, что компания уже делает сегодня, а какая — тем, что она, по вашему предположению, лишь начнёт делать после пятого года? Если 60–70% суммы висит на терминале, вы оцениваете не бизнес, а собственную веру в его далёкое будущее. Для поздней компании с реальной выручкой и видимым путём к прибыли это ещё допустимо. Для стартапа без прибыли — прямой повод отложить DCF в сторону и вернуться к методам, которые опираются хотя бы на наблюдаемые сделки, а не на пятилетнюю экстраполяцию надежды.

Ложная точность. Третья беда — психологическая. Формула выдаёт «434,7 млн \$», и мозг верит запятой после точки. Кажется, что раз посчитано до десятых, то и надёжно. На деле каждая из этих цифр выросла из допущения, которое с тем же успехом могло быть другим. Строгая математика поверх выдуманных входных данных не делает выводы точнее — она лишь делает фантазию убедительнее. Это самый коварный трюк DCF: он маскирует незнание под расчёт.

Никогда не показывайте оценку стартапа одной цифрой из DCF. Если модель выдала «компания стоит 434,7 млн», честный перевод на человеческий: «при наших допущениях о ставке, росте и выходе в прибыль получается порядок в сотни миллионов, реалистичный коридор — от 250 до 700». Число без коридора — это не оценка, это самогипноз.

Компромисс: сценарии и вероятностные деревья

Значит ли всё сказанное, что DCF надо выбросить? Нет. Его надо честно признать тем, что он есть: не машиной для получения ответа, а способом дисциплинированно записать свои предположения. И раз будущее стартапа не одно, а множественно, глупо загонять его в единственный прогноз. Отсюда два рабочих компромисса.

Сценарный DCF. Вместо одного «базового» будущего строят несколько — обычно три — и каждому назначают вероятность. Пессимистичный: компания буксует, рост гаснет. Базовый: план в целом выполняется. Оптимистичный: компания взлетает. Считают DCF для каждого и взвешивают по вероятностям — получают ожидаемую стоимость, которая уже учитывает и провал, и триумф.

Сценарий	Что предполагаем	Оценка EV	Вероятность	Вклад
Провал	Рост глохнет, до прибыли не доходит	120	35%	42,0
База	План выполняется, ставка 25%	435	45%	195,8
Взлёт	Гиперрост, ранняя прибыльность	1 100	20%	220,0
Ожидаемая стоимость	сумма взвешенных вкладов	—	100%	≈ 458

Ожидаемая EV = 0,35×120 + 0,45×435 + 0,20×1100

= 42,0 + 195,8 + 220,0

= ≈ 458 млн \$

Важнее самой цифры — форма распределения:

- базовый исход (435) — не то же, что средний (458);
- пятая часть всей стоимости висит на 20%-ном «взлёте»;
- в трети случаев инвестор почти всё теряет (120 против входа).

Одно среднее это прячет — а именно риск, а не среднее, вас разорит

Вероятностные деревья. Более тонкая версия той же идеи для ранних стадий, где будущее ветвится по этапам. Компания либо доживёт до Series B, либо нет; дожив — либо найдёт product-market fit, либо нет; найдя — либо дорастёт до выхода, либо нет. На каждой развилке своя вероятность; конечная стоимость — сумма по всем «доживающим» веткам, взвешенная на шанс до них добраться. Это честно моделирует главную правду венчура: большинство веток обнуляются, а вся доходность приходит с двух-трёх выживших.

Проиллюстрируем одну ветку числами. Пусть шанс дожить до Series B — 60%; при удаче найти product-market fit — ещё 50%; а уже при этом дорасти до выхода стоимостью 2 млрд \$ — 40%. Вероятность добраться до счастливого конца перемножается: $0,6 \times 0,5 \times 0,4 = 12\%$. Значит, вклад «главного приза» в сегодняшнюю оценку — это $0,12 \times 2$ млрд, приведённые назад к сегодня, плюс скромные вклады промежуточных, менее радужных исходов. Отсюда и вся логика венчура: двенадцать процентов шанса на икс и восемьдесят восемь — на ноль или что-то около него. Дерево не убирает неопределённость, но заставляет назвать её вслух — по каждой развилке отдельно, а не спрятать в одно бодрое «мы верим в компанию».

▶ КАК ЭТИМ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ НА ПРАКТИКЕ

Не ищите в DCF «правильное число» — его нет. Стройте им коридор и проверяйте на прочность: сдвиньте ставку на 5 п.п., отложите выход в прибыль на два года, срежьте терминальный рост вдвое — и посмотрите, разваливается ли инвест-идея. Если компания выглядит привлекательно только при самых оптимистичных допущениях — это не оценка, это ставка. А DCF как раз хорош тем, что заставляет увидеть, на каком именно допущении держится вся ваша вера.

И финальная мысль, которая связывает все три главы части. Ни сравнимые, ни DCF, ни венчурные методы поодиночке правды не дают. Сравнимые смотрят наружу и заражаются настроением рынка; DCF смотрит внутрь и тонет в чувствительности допущений. Поэтому взрослая оценка — это триангуляция: посчитать двумя-тремя

способами, получить три облака и найти, где они пересекаются. Там, в этом пересечении, и живёт самое честное представление о том, сколько стоит компания, у которой нет цены.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ DCF оценивает компанию по её собственным будущим денежным потокам, приведённым к сегодня через ставку дисконтирования, плюс терминальную стоимость «за горизонтом» прогноза.
- ◆ В нашем примере EV вышла ≈ 435 млн \$, но почти 60% этой суммы держится на одной терминальной цифре — хвост виляет собакой.
- ◆ Для ранних стартапов метод ломается по трём причинам: нет потоков для прогноза (только фантазии), чудовищная чувствительность (сдвиг ставки на ± 5 п.п. качает оценку на четверть — в таблице от 310 до 689 млн), и ложная точность строгой формулы поверх выдуманных входных данных.
- ◆ Спасение — не искать одно число, а строить коридор: сценарный DCF с вероятностями (ожидаемая ≈ 458 , но треть исходов — почти полная потеря) и вероятностные деревья. Итог — всегда триангуляция нескольких методов, а не вера в один.

Venture-метод, Беркус и scorecard

Классический DCF споткнётся о компанию, у которой три года выручки, минус на дне отчёта о прибылях и убытках и презентация вместо истории. Венчур придумал считать иначе: не от денежных потоков вперёд, а от точки выхода назад. А там, где и выхода толком не видно, в ход идут методы, которые честно признаются: мы оцениваем не цифры, а риски.

Оценить зрелую компанию — задача арифметическая. Оценить стартап на раунде А — задача ближе к покеру: вы платите не за то, что есть, а за распределение того, что может быть. Инструменты из предыдущей части (сравнимые, DCF) требуют либо аналогов с понятной ценой, либо предсказуемых потоков. У ранней компании нет ни того, ни другого — есть команда, рынок и обещание. Поэтому у венчурного мира свой набор отвёрток, и знать их полезно даже частному инвестору: цифра в term sheet почти всегда получена одним из этих способов, и понимать, как именно, — значит не переплачивать.

Венчурный метод: считаем задом наперёд

Идея **венчурного метода** (venture capital method, автор — Билл Сальман из Гарварда, 1987) обезоруживающе проста. Не пытаемся угадать, сколько компания стоит сегодня «по фундаменту». Вместо этого спрашиваем: сколько она будет стоить в момент выхода, какую доходность мы хотим на этом получить — и что из этого следует для цены входа прямо сейчас.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Венчурный метод (VC method)

Способ оценки, при котором сначала прогнозируется стоимость компании на выходе (через IPO или продажу), затем эта стоимость дисконтируется к сегодняшнему дню по требуемой инвестором доходности, а из полученной цифры выводится доля, которую инвестор должен получить за свои деньги.

Разберём на числах. Предположим, мы смотрим на компанию, которая через 5 лет, по нашей оценке, выйдет на IPO или будет продана за **500 млн долларов**. Мы хотим на этой инвестиции сделать **10×** — то есть вернуть в десять раз больше вложенного. Десять икс за пять лет — это, если перевести в годовую ставку, около 58% годовых (потому что 10 в степени $1/5 \approx 1,585$, то есть +58,5% каждый год). Ставка зверская, но для ранней стадии обыденная: большинство таких компаний умрёт, и выжившие должны заплатить за мёртвых.

1

Оцениваем выход

Через 5 лет компания стоит 500 млн \$. Обычно эту цифру берут как «выручка на выходе × отраслевой мультипликатор»: например, 100 млн выручки × 5 = 500 млн.

2

Дисконтируем по требуемому иксу

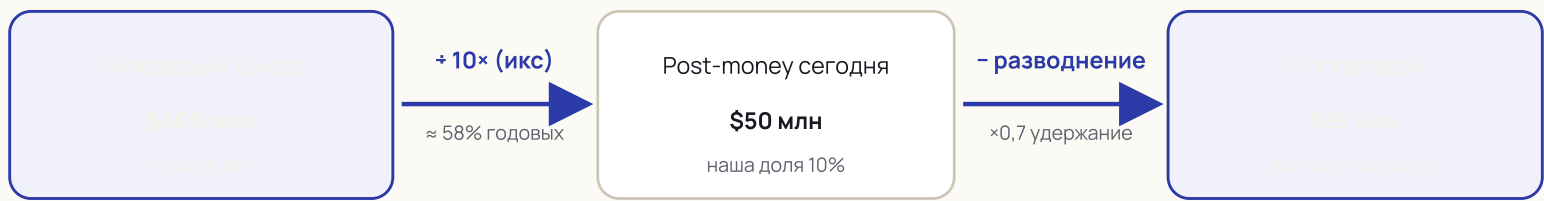
Post-money сегодня = стоимость выхода ÷ требуемый икс = $500 \div 10 = 50$ млн \$. Это и есть цена компании «после наших денег».

3

Вычисляем нужную долю

Мы вкладываем 5 млн \$. Наша доля = вложено ÷ post-money = $5 \div 50 = 10\%$. Значит, pre-money (оценка «до денег») = $50 - 5 = 45$ млн \$.

Обратите внимание на логику: дисконтирование здесь спрятано внутри «требуемого икса». Разделить будущие 500 млн на 10 — это ровно то же самое, что дисконтировать их по ставке 58% годовых на пять лет. Просто венчурному инвестору удобнее думать иксами («хочу десятку»), чем ставками дисконтирования. Форма разная — арифметика одна.



Считаем не вперёд от потоков, а назад от точки выхода

Схема 23. Венчурный метод: стоимость выхода делим на требуемый икс, получаем оценку сегодня, затем занижаем её на будущее разводнение.

Поправка на разводнение — не мелочь, а половина ответа

До сих пор мы считали так, будто наши 10% доживут до выхода нетронутыми. Не доживут. Между раундом А и IPO компания привлечёт ещё раунды В, С, D, каждый из которых выпустит новые акции, — и ваша доля усохнет. Плюс опционный пул для сотрудников, который тоже кто-то оплачивает разводнением. Игнорировать это — всё равно что планировать бюджет отпуска, забыв, что деньги ещё нужно будет несколько раз поменять по невыгодному курсу.

Вводится **коэффициент удержания** (retention ratio) — оценка того, какая доля от вашего текущего пакета останется у вас к выходу. Пусть вы ждёте, что после всех будущих раундов сохраните 70% от нынешней доли (коэффициент 0,7). Тогда, чтобы на выходе иметь целевые 10%, сегодня нужно купить больше:

$$\begin{aligned}\text{Нужная доля сейчас} &= \text{целевая доля} \div \text{коэф. удержания} \\ &= 10\% \div 0,7 = 14,3\%\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Post-money с поправкой} &= \text{вложено} \div \text{нужная доля} \\ &= 5 \text{ млн} \div 0,7 = 7,14 \text{ млн \$}\end{aligned}$$

$$\text{Pre-money} = 7,14 - 4,14 = 3 \text{ млн \$}$$

Разница ощутимая: без поправки на разводнение вы согласились бы на pre-money 45 млн, с поправкой — 30 млн. Это на треть ниже. Тот же метод, но одно честное допущение сбило цену на 15 млн. Отсюда мораль: когда основатель называет оценку,

спросите, заложено ли будущее разведение. Если нет — вы, скорее всего, смотрите на завышенную цифру.

▶ ПРОВЕРКА НА ЗДРАВЫЙ СМЫСЛ

Требуемый икс — не с потолка. Ранняя стадия (seed, раунд A): 10–30×, потому что смертность высокая. Поздняя стадия (раунд D, за год-два до IPO): 2–4×, риск гибели уже мал. Если вам предлагают поздний pre-IPO с расчётом «на 10×» — либо кто-то не знает, что делает, либо в сделке зашит риск, о котором вам не рассказали.

Когда цифр нет вовсе: Беркус, scorecard и сумма рисков

Венчурный метод всё же требует прогноза выхода. А что делать на самой ранней стадии, где нет ни выручки, ни внятного прогноза — только идея и три человека? Тут работают качественные методы. Они не притворяются точными. Их задача — дать вменяемый диапазон и, главное, структурировать разговор о том, за что вы платите.

Метод Беркуса

Метод Беркуса (Berkus method, ангел-инвестор Дэйв Беркус) присваивает деньги не выручке, а снятым рискам. Пять факторов, каждый добавляет к оценке до 500 тыс. \$. Потолок — 2,5 млн \$ pre-money для компании без продаж. Логика: сама идея чего-то стоит, но по-настоящему ценность создаётся, когда снимается риск — технологический, кадровый, рыночный.

Фактор (какой риск снимает)	Максимум	Наша компания
Здоровая базовая идея (ценность продукта)	500 тыс. \$	400 тыс.
Прототип (технологический риск)	500 тыс. \$	500 тыс.
Качество команды (риск исполнения)	500 тыс. \$	450 тыс.
Стратегические связи (рыночный риск)	500 тыс. \$	250 тыс.
Продукт запущен / первые продажи (производственный риск)	500 тыс. \$	200 тыс.
Итого pre-money	2,5 млн \$	1,8 млн \$

Красота Беркуса в честности: он прямо говорит, что это грубая прикидка для дораундовой компании, и не выдаёт себя за науку. Слабость — тот же потолок. Метод физически не умеет оценить компанию дороже 2,5 млн, поэтому для всего, что уже показало тягу, он бесполезен.

Scorecard-метод

Scorecard-метод (метод Билла Пейна, он же «метод Bill Payne») сравнивает вашу компанию со *средней* компанией того же типа, стадии и региона. Сначала берут типичную pre-money оценку по рынку — скажем, для сидовых стартапов в регионе это 2,5 млн \$. Затем по нескольким факторам решают, лучше ваша компания среднего или хуже, и на сколько. Каждый фактор имеет вес; перемножаем оценку на вес, складываем — получаем множитель к средней цене.

Scorecard: вес фактора × оценка = вклад в множитель

	длина полосы = вес фактора	оценка	вклад
Команда	30%	×1,25	0,375
Размер рынка	25%	×1,50	0,375
Продукт / технология	15%	×1,00	0,150
Конкуренция	10%	×0,75	0,075
Продажи / партнёрства	10%	×0,80	0,080
Потребность в капитале	5%	×1,00	0,050
Прочее	5%	×1,00	0,050
Итого множитель			→ 2,5 млн × 1,155 = 2,89 млн \$

Схема 24. Scorecard раскладывает субъективную оценку на веса. Сумма вкладов даёт множитель к типичной цене раунда: здесь 1,155, то есть чуть выше среднего.

Читается так: команда весит 30% и оценена на 125% (лучше средней) — вклад 0,375. Рынок весит 25%, оценён на 150% — ещё 0,375. Конкуренция и продажи проседают (75% и 80%). Складываем все семь вкладов — получаем множитель **1,155**. Наша оценка = 2,5 млн × 1,155 = **2,89 млн \$**. Компания чуть выше среднего — в основном за счёт команды и рынка, несмотря на слабую конкурентную позицию.

Метод суммирования факторов риска

Третий брат — **метод суммирования факторов риска** (risk factor summation). Снова стартуем от средней цены раунда, но корректируем её по 12 видам риска: менеджмент, стадия бизнеса, законодательство и политика, производство, продажи и маркетинг, привлечение капитала, конкуренция, технология, судебные риски, международные риски, репутация, вероятность выгодного выхода. Каждый фактор оценивается от -2 (очень плохо) до +2 (очень хорошо), и каждый балл стоит ±250 тыс. \$.

Средняя pre-money по рынку: 2,5 млн \$

Менеджмент +2 → +500 тыс.

Технология +1 → +250 тыс.

Конкуренция -1 → -250 тыс.

Законодательство -2 → -500 тыс.

(остальные 8 0 → 0)

Итого корректировок: 0

Оценка = 2,5 млн + 0 = 2,5 млн \$

Метод хорош тем, что заставляет пройти по всем рискам поимённо, а не заикнуться на «крутой команде». Здесь сильный менеджмент и технология ровно компенсировались регуляторной угрозой — итог остался на средней отметке. Полезная дисциплина: она не даёт влюбиться в один яркий фактор и проглядеть скучный, но смертельный.

10–30×требуемый мультипликатор на seed/A	0,5–0,8типичный коэф. удержания	2,5 млн \$потолок метода Беркуса	±250 тыс.цена одного балла риска
---	------------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

! ЧЕГО ЭТИ МЕТОДЫ НЕ ДЕЛАЮТ

Ни один из них не «находит справедливую цену». Они калибруют переговорную позицию и структурируют суждение. Итоговая цифра на ранней стадии всё равно рождается в торге, а не в формуле. Частному инвестору из этого важно вынести одно: если pre-IPO-компания уже поздней стадии, а её продают вам по логике «×10 как на сиде» — вы платите сидовую премию за компанию, у которой сидового риска давно нет.

Когда что применять — коротко. Есть прогноз выхода и понятные аналоги для мультипликатора — венчурный метод. Дораундовая компания, только идея и прототип — Беркус. Есть похожие сделки в регионе, нужно позиционировать компанию «выше/ниже рынка» — scorecard. Хотите системно перебрать риски и не влюбиться в один фактор — суммирование рисков. На практике инвесторы считают двумя-тремя способами сразу и смотрят, сходится ли диапазон. Если методы дают 30 млн, 45 млн и 12 млн — это не оценка, это повод задать ещё десять вопросов.

В двух словах

- ◆ Венчурный метод считает назад: стоимость выхода ÷ требуемый икс = post-money сегодня. $500 \text{ млн} \div 10\times = 50 \text{ млн}$.
- ◆ Поправка на будущее разводнение обязательна: доля 10% при удержании 0,7 требует купить 14,3% сейчас — и цена падает с 45 до 30 млн pre-money.
- ◆ Беркус даёт до 500 тыс. за каждый снятый риск, потолок 2,5 млн — только для дораундовых компаний.
- ◆ Scorecard взвешивает факторы и множит среднюю цену раунда; суммирование рисков корректирует её по 12 угрозам по ± 250 тыс. за балл.
- ◆ Цифра из term sheet почти всегда сделана одним из этих способов. Спросите каким — и заложено ли разводнение.

409A, преференции и waterfall

«Компания стоит 10 миллиардов, у основателя 20% — значит, у него на 2 миллиарда». Красивая арифметика, почти всегда неверная. Между строкой в новостях и деньгами на счёте стоит договорная механика: разные классы акций, преференции и водопад выплат. Разберём, почему держатель обыкновенных акций при продаже компании может уйти почти ни с чем.

Оценка компании — это не сумма, которую поделят поровну на все акции. Это верхняя строка сложного распорядка, в котором у разных акционеров разные права на деньги, и права эти выстроены в очередь. Пока вы не знаете структуру этой очереди, любая заявленная «стоимость доли» — фантазия. Особенно это касается pre-IPO, где инвестор почти всегда покупает не те акции, которые дают основателю его бумажные миллиарды, а совсем другой инструмент — либо, наоборот, обыкновенные акции сотрудника, стоящие куда меньше, чем кажется.

409A: почему опцион дешевле цены раунда

Начнём с загадки, которая ставит в тупик каждого новичка. Инвесторы только что купили акции компании по 10 \$ за штуку в раунде C. А сотруднику в тот же месяц выдают опционы со страйком (ценой исполнения) 4 \$. Одна компания, одна неделя — и цена акции отличается в 2,5 раза. Ошибка? Нет. Это два разных класса акций и две разные оценки.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Оценка 409A

Оценка справедливой рыночной стоимости обыкновенных акций компании (по разделу 409A налогового кодекса США), от которой устанавливается страйк опционов сотрудников. Почти всегда заметно ниже цены последнего раунда, потому что инвесторы покупают привилегированные акции с защитой, а сотрудники получают «голые» обыкновенные.

Инвесторы платят 10 \$ за **привилегированную акцию** (preferred), которая несёт гарантии: приоритет на выплату при продаже, защиту от разводнения, право вето. Сотрудник же держит **обыкновенную акцию** (common) — без единой из этих плюшек, последней в очереди на деньги. Логично, что она стоит дешевле. Оценщик 409A берёт цену раунда и «спускает» её вниз с учётом всех преимуществ preferred, стадии компании и неликвидности. Типичный дисконт common к preferred — от 40% до 70% на ранних стадиях, сжимается к 10–20% ближе к IPO, когда разница в правах перестаёт быть решающей.

◆ ПОЧЕМУ ЭТО ВЫГОДНО ВСЕМ

Низкая 409A — не бухгалтерская хитрость, а подарок сотруднику: чем ниже страйк, тем больше он заработает на росте. Компания заинтересована в честно низкой оценке common и заказывает её у независимого оценщика ежегодно (и после каждого раунда). Для вас как инвестора вывод обратный: если вам продают «обыкновенные акции по цене последнего preferred-раунда» — вам продают дешёвый инструмент по цене дорогого.

Преференции: кто стоит первым в очереди

Сердце всей механики — **ликвидационная преференция** (liquidation preference). Это право привилегированного акционера первым забрать свои деньги при «событии ликвидности» — продаже компании или ликвидации. Слово «ликвидация» пугает зря: сюда попадает и вполне успешная продажа стратегу.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Ликвидационная преференция 1×

Право инвестора при продаже компании получить обратно как минимум вложенную сумму (1× вложенного) прежде, чем что-либо достанется обыкновенным акциям. Бывает 2×, 3× — тогда инвестор забирает вдвое-втрое больше вложенного до всех остальных.

Ключевое разделение — **неучаствующая** (non-participating) и **участвующая** (participating) преференция. Неучаствующая заставляет инвестора выбрать одно из двух: либо забрать преференцию (свои деньги), либо конвертироваться в обыкновенные и получить долю от всего пирога — что больше. Участвующая жаднее: инвестор сначала забирает преференцию, а *потом ещё* участвует своей долей в остатке. «И рыбку съесть, и в пруд не лезть». Именно участвующие преференции чаще всего обкрадывают основателей.

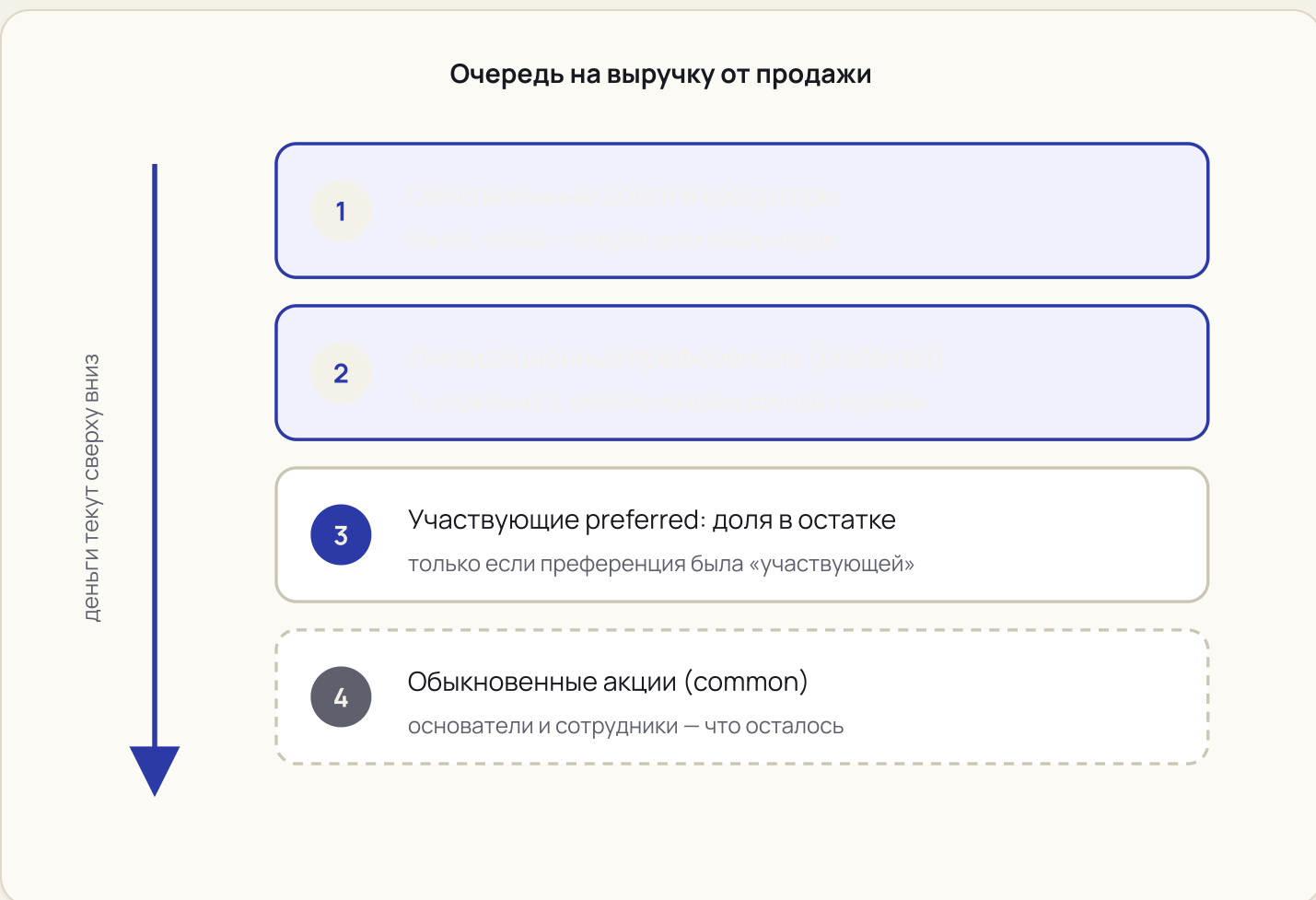


Схема 25. Стек преференций. Обыкновенные акции — последние в очереди. Если денег от продажи хватило только на верхние уровни, до них не дойдёт ничего.

Waterfall: считаем распределение по шагам

Водопад (waterfall) — это пошаговый расчёт, кому сколько достанется при продаже, если проливать деньги сверху вниз по нашей очереди. Возьмём конкретную компанию и посчитаем при разных ценах выхода. Пусть один класс инвесторов

вложил **30 млн \$** с преференцией **1× неучаствующей** и владеет **40%** компании (в пересчёте на обыкновенные). Обыкновенные акционеры — основатели и сотрудники — держат остальные 60%.

Механика для неучаствующей преференции на каждом уровне цены: инвестор берёт максимум из двух — либо преференция 30 млн, либо конвертация в 40% от всей суммы. Точка безразличия там, где $40\% \times \text{цена} = 30 \text{ млн}$, то есть при цене выхода **75 млн \$**. Ниже — забирают преференцию, выше — конвертируются.

Цена выхода	Preferred получает	Common получает	Доля common
20 млн \$	20 млн (преференция не покрыта)	0	0%
30 млн \$	30 млн (вся преференция)	0	0%
50 млн \$	30 млн (преференция > 40%)	20 млн	40%
75 млн \$	30 млн (безразлично)	45 млн	60%
100 млн \$	40 млн (конвертировался)	60 млн	60%

Кому достаётся выручка при росте цены выхода

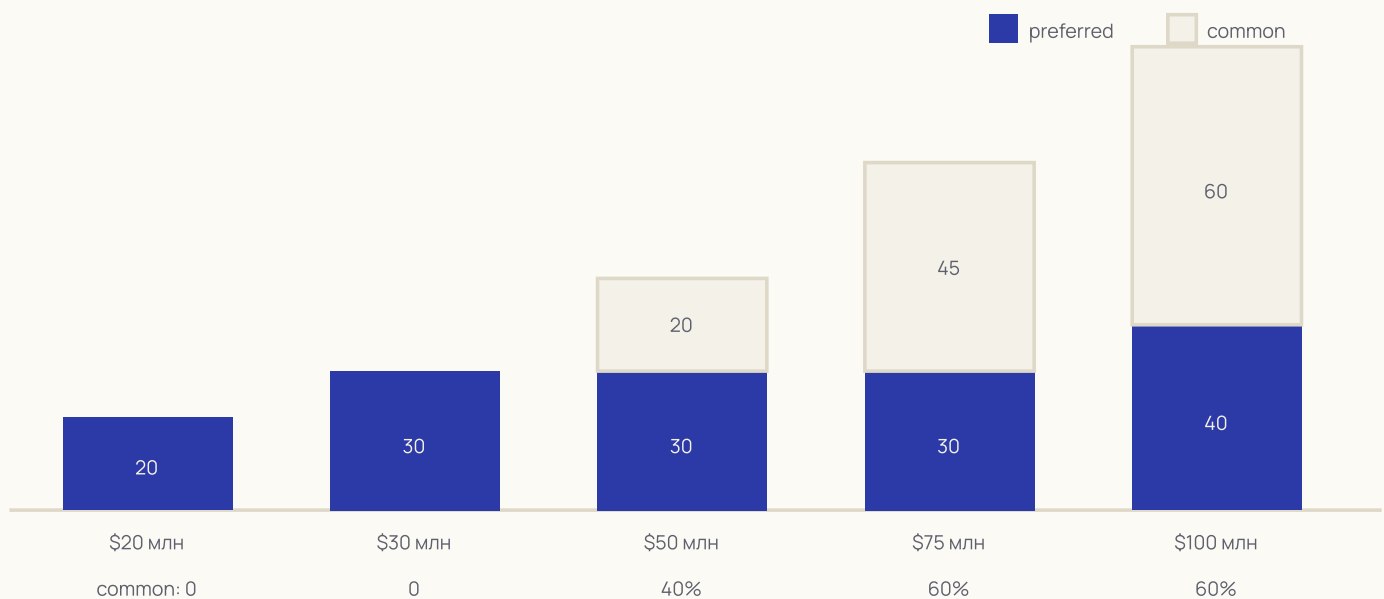


Схема 26. Пока цена выхода не покрыла преференцию (30 млн), обыкновенным акциям не достаётся ничего. Их доля «оживает» только выше линии преференции.

Смотрите, что вышло. Компанию продали за 30 млн — то есть по цене, за которую её и оценивали, — а сотрудники с их 60% получили **ноль**. Формально они владели большинством. Фактически преференция инвесторов съела всё. Именно так основатели, чья доля «стоила десятки миллионов», на выходе получают открытку и рукопожатие. Продажа «в ноль по оценке» для preferred — возврат денег, для common — полная потеря.

✗ УЧАСТВУЮЩАЯ ПРЕФЕРЕНЦИЯ: ДВОЙНОЕ ДНО

Заменим в примере преференцию на **1× участвующую**. При продаже за 100 млн инвестор берёт сначала 30 млн, а потом ещё 40% от оставшихся 70 млн = 28 млн. Итого 58 млн вместо 40. Common получают 42 млн вместо 60. Разница в 18 млн — цена одного слова «участвующая» в договоре. Всегда читайте, участвующая преференция или нет: это может стоить вам трети выручки.

Anti-dilution: страховка инвестора от падения цены

Последний рычаг в наборе — **защита от разводнения** (anti-dilution). Она срабатывает при «нисходящем раунде» (down round), когда новые акции продают дешевле, чем купили прежние инвесторы. Защита пересчитывает цену конвертации старых привилегированных акций в обыкновенные так, чтобы инвестор пострадал меньше — а значит, кто-то другой (обычно основатели и сотрудники) пострадал больше. Два варианта, и они несопоставимы по жёсткости.

Полный храповик (full ratchet) — гильотина. Если хоть одну акцию продали по 5 \$ после того, как инвестор купил по 10 \$, его цена конвертации пересчитывается до тех же 5 \$ — как будто он всегда платил по пять. Его пакет в обыкновенных акциях удваивается, разводняя всех остальных до костей.

Средневзвешенная защита (weighted average) — цивилизованный вариант. Она учитывает *размер* нисходящего раунда: если дёшево продали чуть-чуть, и цена конвертации сдвинется чуть-чуть. Формула (широкая база):

$$\text{Новая цена} = \text{Старая цена} \times (A + B) / (A + C)$$

$$A = \text{акций до раунда} \quad = 10\,000\,000$$

$$B = \text{привлечено} \div \text{старая цена} = 2 \text{ млн} \div 10 = 200\,000$$

$$C = \text{реально выпущено акций} = 2 \text{ млн} \div 5 = 400\,000$$

$$\begin{aligned} \text{Новая цена} &= 10 \times (10\,000\,000 + 200\,000) \\ &\quad / (10\,000\,000 + 400\,000) \\ &= 10 \times 10\,200\,000 / 10\,400\,000 \\ &= 9,81 \$ \end{aligned}$$

Разница гигантская. Полный храповик обрушил бы цену конвертации с 10 до 5 \$. Средневзвешенная сдвинула её всего до **9,81 \$** — почти незаметно, потому что раунд был маленьким относительно компании. Поэтому в term sheet строчка про anti-dilution — не формальность: full ratchet и weighted average отличаются как штраф за парковку и конфискация машины.

40–70% дисконт	1× стандарт	75 млн \$ точка	0 \$ что получит
409A к preferred на	преференции	безразличия в	common при
ранней стадии	сегодня	нашем примере	продаже «в ноль»

Практический вывод для частного инвестора двойкий. Если вам предлагают долю в pre-IPO через фонд или SPV, спросите, какие именно акции вы покупаете, какая у них преференция и что стоит над вами в очереди. А если вы, наоборот, оцениваете стоимость доли основателя из новостей — делите заявленную цифру на осторожность. «20% от 10 млрд» — это два миллиарда только при выходе намного выше оценки и при отсутствии тяжёлых преференций сверху. В реальном waterfall числа бывают куда скромнее.

В двух словах

- ◆ 409A — оценка обыкновенных акций для страйка опционов; она на 40–70% ниже цены раунда, потому что preferred несёт защиту, а common — нет.
- ◆ Ликвидационная преференция ставит инвестора первым в очередь на деньги. Неучаствующая: «преференция ИЛИ доля». Участвующая: «преференция И доля» — хуже для common.
- ◆ Waterfall считает выплаты сверху вниз. При продаже «в ноль по оценке» обыкновенные акции могут получить чистый ноль.
- ◆ Anti-dilution: full ratchet обваливает цену конвертации до цены down-раунда; weighted average сдвигает её мягко, с учётом размера раунда.
- ◆ «Доля × оценка» — не деньги на счёте. Реальную выплату показывает только водопад с учётом преференций.

Мультипликаторы, mark-to-market и дисконты

Фонд отчитался о доходности 3×. Звучит как повод для аплодисментов — до тех пор, пока вы не спросите: это деньги на счетах инвесторов или цифры в презентации? В pre-IPO разница между бумажной и реальной прибылью — не нюанс, а зачастую вся разница. Разберём, как фонды переоценивают позиции, что такое дисконт за неликвидность и как читать заявленную доходность, не поддаваясь гипнозу иксов.

Публичная акция переоценивается каждую секунду — рынок сам говорит вам цену. Доля в непубличной компании молчит. Между раундами, которые случаются раз в год-два, никто не выставляет котировку. И тут возникает вопрос, на котором держится вся отрасль: если цены нет, по какой стоимости фонд показывает эту позицию инвесторам? От ответа зависит и заявленная доходность, и стоимость вашего пая, и то, насколько картина вообще соответствует реальности.

По последнему раунду против честной переоценки

Самый распространённый способ — оценка **по последнему раунду** (last round / price of last financing). Фонд держит позицию по той цене, по которой прошёл последний привлечённый компанией раунд, и не трогает её, пока не случится следующий. Просто, дёшево, проверяемо. И глубоко обманчиво.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Mark-to-market для непубличных активов

Переоценка позиции к текущей справедливой стоимости на основе рыночных данных — динамики публичных аналогов, изменения мультипликаторов, свежих показателей самой компании — а не к цене последней сделки. Для непубличных активов это оценочная величина, но она честнее отражает, сколько позиция стоит сегодня, а не полтора года назад.

Проблема оценки по последнему раунду — в её ступенчатости. Представьте: фонд вошёл при оценке 8 млрд \$, через полтора года компания подняла раунд по 20 млрд. Позиция мгновенно переоценивается в 2,5 раза — вверх. Красиво. А дальше рынок остывает, новых раундов нет два года, но фонд всё это время держит позицию по тем же 20 млрд, хотя публичные аналоги за это время подешевели вдвое. Честная mark-to-market давно списала бы часть стоимости. Оценка по последнему раунду делает вид, что ничего не произошло.

Одна позиция, две картины стоимости

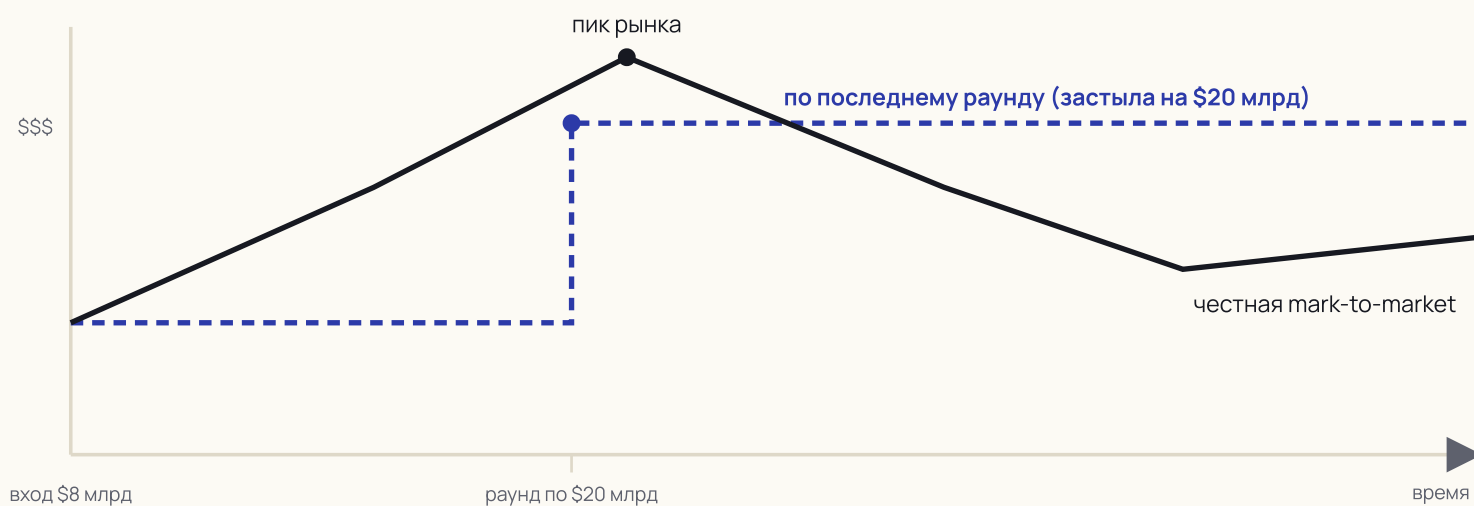


Схема 27. Пунктир — оценка по последнему раунду: скачет на раундах и замирает между ними. Сплошная линия — честная переоценка, которая следует за рынком и вниз тоже.

Итог такой картины — сглаживание, которое искажает. Портфель pre-IPO на оценке по последнему раунду выглядит спокойным, почти как облигации: стоимость либо стоит на месте, либо резко прыгает вверх. Волатильности не видно не потому, что её нет, а потому, что её не измеряют. В 2022 году, когда публичный техносектор рухнул, многие венчурные фонды несколько кварталов держали позиции по оценкам 2021 года — и только потом, скрепя сердце, начали списывать. Инвесторы, которые в это время покупали или продавали паи, торговали по ценам из прошлого.

Не только из-за простоты. Плавная кривая без просадок приятнее показывать инвесторам и удобнее для привлечения нового капитала. Стимул завышать и «не замечать» падения встроен в бизнес-модель. Поэтому к отчёту фонда, где всё только растёт, стоит относиться как к фотографии в приложении для знакомств: возможно, правда, но снято при лучшем свете.

Дисконт за неликвидность (DLOM)

Даже честно переоценённая доля в непубличной компании стоит меньше, чем такой же кусок публичной. Причина — вы не можете продать её завтра по щелчку. За эту «запертость» рынок требует скидку.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Дисконт за неликвидность (DLOM)

Discount for lack of marketability — снижение стоимости актива из-за невозможности быстро и без потерь его продать. Чем дольше до вероятного момента ликвидности (IPO или продажи) и чем выше неопределённость, тем больше дисконт.

Как его оценивают? Тремя семействами методов. Первое — *исследования акций с ограничением обращения (restricted stock studies)*: сравнивают цену свободных и «запертых» на время акций одной компании; исторически разрыв давал 25–35%. Второе — *исследования до IPO (pre-IPO studies)*: сравнивают цену сделок за год-два до размещения с ценой IPO. Третье, самое строгое — *модели на основе опционов* (Чаффи, Финнерти, Лонгстафф): неликвидность моделируется как стоимость защитного пут-опциона, ведь право продать сейчас — это, по сути, опцион, которого владелец лишён. Дисконт у этих моделей растёт с волатильностью компании и со сроком до ликвидности.

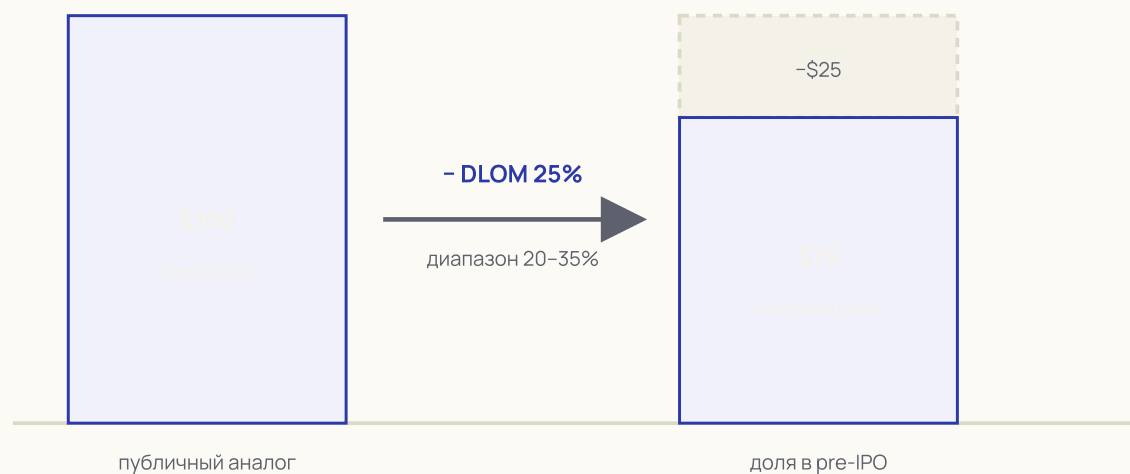


Схема 28. Ликвидная доля стоит \$100; при 25%-м дисконте за неликвидность справедливая цена «запертой» доли — \$75. Чем дальше до IPO, тем больше отрезаемый кусок.

На практике для pre-IPO поздней стадии, где до размещения год-два, дисконт часто берут 15–25%. Для ранней компании с туманным горизонтом ликвидности — 30% и выше. Число субъективное, и здесь кроется ловушка: продавец доли на вторичном рынке заинтересован в маленьком DLOM (дороже продаст), покупатель — в большом. Когда вам показывают «справедливую оценку» доли, всегда спрашивайте, какой дисконт за неликвидность в неё заложен. Разница между 10% и 30% — это треть вашей цены.

Настроение рынка накладывается сверху. В эйфорию 2021 года DLOM схлопывался почти до нуля: доли расхватывали, вторичный рынок бурлил, «продать успею всегда». В 2023-м, когда IPO-окно закрылось, тот же дисконт разросся до 30–40% — покупателей не стало, а «запертость» вдруг стала осязаемой. Неликвидность — не константа актива, а функция от того, есть ли кому его перепродать.

Бумажные иксы и как читать доходность фонда

Теперь главное отрезвление. Икс на бумаге и деньги на счёте — разные вселенные. Позиция, отмеченная как «5×», не стоит ничего, пока компания не вышла на IPO или не продается. До этого момента это оценка, а не результат. История венчура полна

позиций, которые светились иксами в отчётах, а затем тихо списывались в ноль, когда компания не дожила до выхода. Чтобы отличать мираж от воды, нужно знать четыре буквы.

Метрика	Что считает	Что показывает
MOIC / TVPI	(распределено + текущая оценка) ÷ вложено	общий икс, но с бумажной частью
DPI	распределено (кэш) ÷ вложено	реальные деньги, вернувшиеся инвестору
RVPI	текущая оценка ÷ вложено	бумажный «хвост», ещё не реализованный
IRR	годовая доходность с учётом сроков	скорость, но легко приукрашивается

Соотношение простое: **TVPI = DPI + RVPI**. Полный икс складывается из уже полученного кэша и бумажной оценки остатка. И вот здесь фонды делают фокус. Смотрим на пример.

Вложено инвесторами (paid-in): 100 млн \$

Распределено кэшем: 30 млн \$

Текущая оценка портфеля (NAV): 170 млн \$

$TVPI = (30 + 170) / 100 = 2,0\times$ ← «удвоили капитал»

$DPI = 30 / 100 = 0,3\times$ ← реально вернули

$RVPI = 170 / 100 = 1,7\times$ ← ещё на бумаге

Фонд честно рапортует «2×». Но 85% этого икса (RVPI 1,7 из TVPI 2,0) существует только в виде оценок непубличных позиций — тех самых, которые могут быть завышены по последнему раунду и не учитывают DLOM. Реально на счета инвесторов вернулось 0,3× — тридцать центов с доллара. Пока DPI не подрос, «удвоение капитала» — это обещание, а не факт. Зрелый фонд с DPI 1,8× и молодой с TVPI 2,0× — небо и земля, хотя второй в презентации выглядит бодрее.

◆ IRR: ЦИФРА, КОТОРУЮ ПРОЩЕ ВСЕГО НАКРУТИТЬ

IRR болезненно чувствителен к срокам и к ранним переоценкам. Быстро задрать оценку позиции в первый год — и IRR взлетает, даже если кэша не было. Плюс кредитные линии (subscription lines) позволяют отложить реальный призыв капитала и искусственно сократить срок, раздув IRR. Правило: смотрите IRR только вместе с TVPI и DPI. Высокий IRR при DPI 0,2× — это скорость на бумаге, а не деньги в кармане.

15–25% типичный DLOM для поздней pre-IPO	2,0×TVPI в примере	0,3×DPI — реально вернувшийся кэш	85% доля икса, что пока на бумаге
--	--------------------	-----------------------------------	-----------------------------------

Сведём в один навык. Когда вам показывают доходность pre-IPO-фонда или «текущую стоимость» доли, задайте три вопроса. Первый: оценка по последнему раунду или по честной mark-to-market — и когда был этот раунд? Второй: какой дисконт за неликвидность заложен? Третий: какой DPI, то есть сколько кэша реально вернулось, а не нарисовано в NAV? Три честных ответа превращают красивую презентацию в понятную картину риска. А отсутствие ответов — само по себе ответ.

В двух словах

- ◆ Оценка «по последнему раунду» ступенчатая: прыгает вверх на раундах и замирает между ними, пряча падения. Честная mark-to-market следует за рынком в обе стороны.
- ◆ Дисконт за неликвидность (DLOM) снижает цену «запертой» доли — обычно на 15–25% для поздней pre-IPO, больше на ранней и в плохом рынке. Число субъективно: спрашивайте, какое заложено.
- ◆ Бумажный икс ≠ деньги. Позиция «5х» стоит ноль, пока нет выхода.
- ◆ $TVPI = DPI + RVPI$. DPI — реально вернувшийся кэш, RVPI — бумажный хвост. Икс 2,0х при DPI 0,3х означает, что 85% прибыли ещё не реализовано.
- ◆ IRR легко приукрасить ранними переоценками и кредитными линиями. Читайте его только рядом с TVPI и DPI.

04

— ЧАСТЬ ЧЕТВЁРТАЯ

Провалы и взлёты

Живые кейсы. Ранние доли, которые сделали сотни иксов, — и громкие катастрофы: WeWork, Theranos, FTX. Что отличает будущего гиганта от красиво упакованного пузыря.

15 · Взлёты

16 · Провалы

17 · Уроки

Взлёты: ранние доли, сделавшие иксы

Есть чеки, о которых потом снимают кино. Пятьсот тысяч долларов за десятую часть будущего гиганта. Шестьдесят миллионов, превратившиеся в три миллиарда за три года. Эти истории вдохновляют — и обманывают ровно настолько, насколько мы забываем про тех, кто ставил по тем же правилам и обнулился.

Лето 2004-го. Молодой Марк Цукерберг переезжает из общежития Гарварда в Пало-Альто, у него сайт для студентов и почти никаких денег. Ему нужен первый внешний инвестор. Им становится **Питер Тиль** — сооснователь PayPal, человек, только что продавший свою компанию eBay. Тиль даёт **≈\$500 000** в форме конвертируемого займа и получает примерно **10,2%** будущего Facebook. Через восемь лет, на IPO 2012 года, эта доля будет стоить, по разным оценкам, больше миллиарда долларов реализованными. Один чек. Одна встреча. Тысячи иксов.

Такие цифры завораживают, и именно поэтому с ними надо обращаться осторожно. Эта глава — про реальные взлёты ранних частных инвесторов. Но её вторая половина — про то, почему из этих взлётов почти невозможно вывести рецепт. Сначала — герои. Потом — статистика, которая ставит героев на место.

Тиль, Accel и десятая часть Facebook

Тиль вошёл первым и потому дешевле всех. Но настоящий венчурный раунд Facebook получил годом позже. Весной 2005-го **Accel Partners** под руководством партнёра Кевина Эфрузи закрыла раунд А: **≈\$12,7 млн** при оценке около \$98 млн. По меркам Долины оценка выглядела агрессивной — сайт ещё не вышел за пределы кампусов. Внутри самой Accel сделку считали дорогой и спорной. На пике после IPO 2012 года доля фонда стоила **около \$9 млрд**. Спор закрыт.

Что общего у обоих чеков? Оба инвестора купили не выручку — её почти не было, — а кривую. Facebook рос по студенческим кампусам с той скоростью, с какой продукт распространяется, когда он людям действительно нужен. Тиль и Эфрузи заплатили за траекторию, не за отчётность. И оказались правы. Но в тот же 2005 год десятки инвесторов заплатили за такие же красивые кривые других соцсетей — MySpace, Friendster, Bebo, — и от тех кривых не осталось ничего.

Есть и менее романтичная деталь, о которой на сцене конференций говорить не любят: у ранних победителей был доступ. Тиль попал в Facebook не с улицы — его привёл Шон Паркер, а круг PayPal пересекался с кругом Цукерберга. Sequoia видела Google, потому что была Sequoia: лучшие основатели сами приходят к лучшим фондам. Частный инвестор с улицы этих сделок в 2004 году просто не увидел бы — их разбирали внутри узкого клуба задолго до того, как о компании услышал бы кто-то ещё. Доступ к сделке — отдельный, вечно недооцениваемый вид преимущества, и его нельзя купить одной лишь готовностью рискнуть.

ИЗ ИСТОРИИ

Friendster в 2003-м отклонил предложение Google о покупке примерно за \$30 млн акциями. Те акции позже стоили бы миллиарды. Сама Friendster к 2011 году превратилась в игровой портал, а потом закрылась. Ранняя доля даёт иксы только у выживших — а кто выживет, заранее не написано ни на одном pitch deck.

Sequoia: два выстрела в десятку — Google и WhatsApp

Если и есть фонд-легенда, то это **Sequoia Capital**. В 1999 году Sequoia (через Майкла Морица) и Kleiner Perkins вложили в Google примерно по **\$12,5 млн** каждый. К IPO 2004 года доля Sequoia стоила, по разным оценкам, **несколько миллиардов долларов** — порядка \$4 млрд. Двенадцать миллионов превратились в четыре тысячи миллионов за пять лет.

Второй выстрел был ещё чище. В 2011 году Sequoia стала фактически единственным венчурным инвестором крошечного мессенджера **WhatsApp** — команда из полусотни человек, никакого маркетинга, принципиальный отказ от рекламы. Всего Sequoia вложила **≈\$60 млн**. В феврале 2014-го Facebook объявил о покупке WhatsApp

примерно за \$19 млрд (при закрытии сделки — ближе к \$22 млрд из-за роста акций Facebook). Доля Sequoia стоила **около \$3 млрд**. Грубо — пятьдесят иксов за три года на один фонд.

А теперь — то, что редко пишут рядом. Тот же самый гениальный фонд позже впишет своё имя в историю провалов: Sequoia публично восхищалась основателем FTX и списала вложения в ноль. Об этом — в следующей главе. Пока запомним: лучший венчурный инвестор мира тоже регулярно ошибается. Просто его редкие попадания так велики, что кроют все промахи. И это не случайность стиля — это математика жанра.

\$500 тыс

чек Тиль в Facebook, 2004 — за ~10% компании

≈50×

Sequoia на WhatsApp за три года (\$60 млн → ≈\$3 млрд)

≈\$4 млрд

доля Sequoia в Google к IPO с ≈\$12,5 млн

тысячи

≈\$245 тыс. родителей Безоса в Amazon (1995)

Инвестор и сделка	Год входа	Вложено	Стоило на выходе	Грубо иксов
Питер Тиль → Facebook	2004	≈\$500 тыс.	>\$1 млрд реализовано	~1000–2000×
Accel → Facebook (раунд A)	2005	≈\$12,7 млн	≈\$9 млрд (пик после IPO)	~700×
Sequoia → Google	1999	≈\$12,5 млн	≈\$4 млрд (IPO 2004)	~300×
Sequoia → WhatsApp	2011–13	≈\$60 млн	≈\$3 млрд (2014)	~50×
Родители Безоса → Amazon	1995	≈\$245 тыс.	миллиарды \$	тысячи×

История Amazon добавляет к картине человеческое измерение. В 1995 году, когда Джефф Безос собирал первые деньги на книжный интернет-магазин, крупнейший чек выписали не фонды, а его родители — Майк и Джеки Безос вложили **≈\$245 000**. Джефф честно предупредил: скорее всего, вы всё потеряете, шансы малы. Они

вложились не в бизнес-план, а в сына. Годом позже Kleiner Perkins и Джон Дорр дали \$8 млн за примерно 13%. Amazon вышел на биржу в мае 1997-го. Доля родителей со временем стоила миллиарды — они стали одними из самых богатых «случайных» инвесторов в истории. Мораль двойная: иногда решает вера, а не анализ; но на одну такую семью приходится сотни тех, кто так же поверил — и потерял отложенное на пенсию.

Power law: одна сделка кроет весь фонд

За всеми этими историями стоит один закон, и его стоит понять раньше, чем любую конкретную оценку. Венчурная доходность не распределяется нормально — не «в среднем 15% с разбросом». Она подчиняется **степенному закону** (power law): крошечная доля сделок приносит почти всю прибыль, а большинство — ноль или убыток. Питер Тиль сформулировал это грубо и точно: лучшая инвестиция успешного фонда обычно возвращает столько же, сколько весь остальной портфель, вместе взятый, — или больше.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Степенной закон (power law) в венчуре

Распределение исходов, при котором несколько экстремальных результатов определяют почти всю сумму. Половина ранних сделок теряет деньги или едва возвращает вложенное; лишь малые проценты дают десятки и сотни иксов — и именно они делают весь фонд прибыльным. «Средней» сделки в этом мире практически не существует.

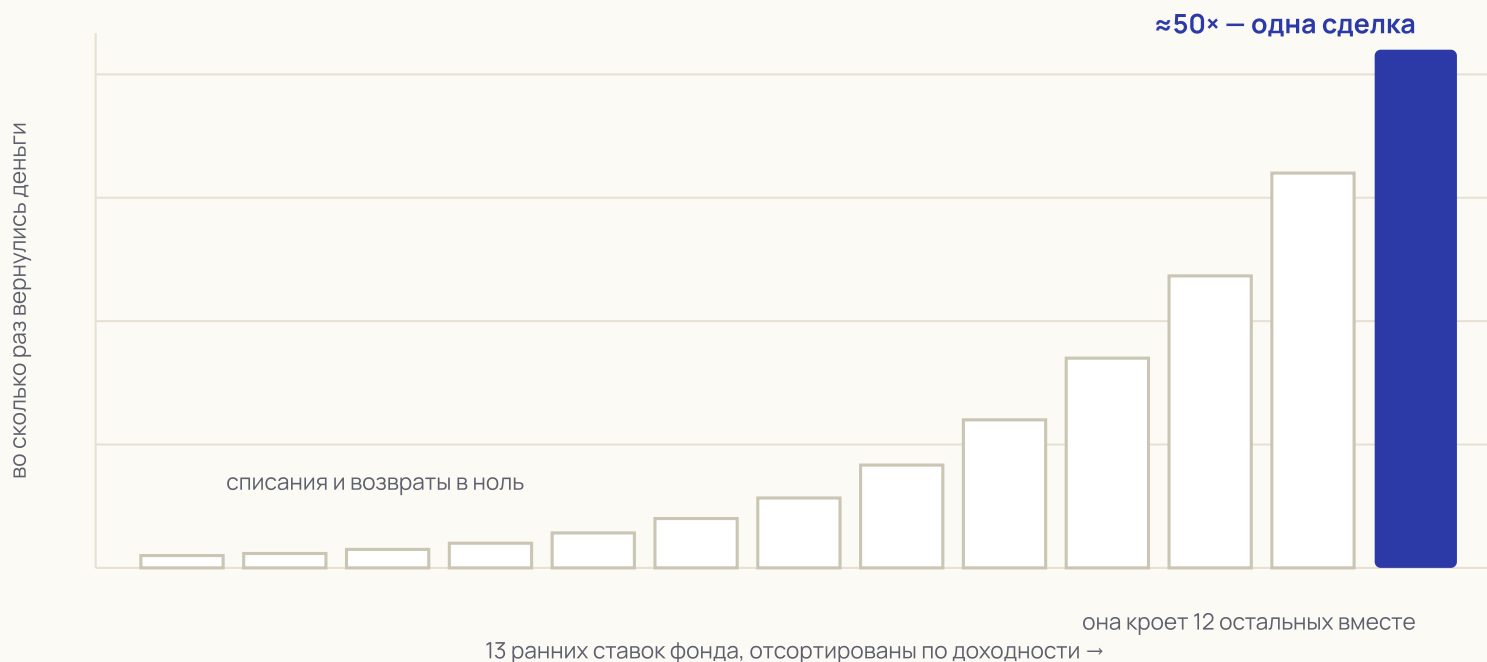


Схема 29. Форма венчурного портфеля. Слева — большинство: ноль, убыток, скромный возврат. Справа — редкая «звезда фонда», которая перекрывает все списания. Именно поэтому нельзя оценивать венчур по «средней сделке»: её не существует.

Цифры это подтверждают жёстко. По данным Correlation Ventures, разобравшей десятки тысяч венчурных сделок, **около 65% инвестиций возвращают меньше вложенного** (то есть меньше 1×). Больше десяти иксов приносят лишь примерно **4% сделок**, а свыше пятидесяти — исчезающие **0,4%**.[‡] источник: Correlation Ventures, анализ венчурных исходов 2004–2018; в изложении S. Levine и J. Kupor Именно эти доли процента и создают почти всю совокупную прибыль. Отсюда — вся логика профессионального венчура: фонд делает не одну ставку, а тридцать-сорок, заранее зная, что большинство спишет, и рассчитывая, что одна-две окупят всё с запасом.

У этого закона есть контринтуитивное следствие. В венчуре не так важно, как часто вы правы, — важно, насколько огромна ваша правота, когда она случается. Можно промахнуться в семи сделках из десяти и всё равно озолотиться, если восьмая вернёт стократ. И наоборот: аккуратный инвестор, гордящийся тем, что «почти не ошибается», потому что вкладывает лишь в надёжное и понятное, чаще всего просто ни разу не купил ничего, способного дать иксы. Осторожность, безупречная на публичном рынке, в венчуре оборачивается способом гарантированно пропустить всех победителей. Это два разных ремесла, и мерить одно линейкой другого — прямой путь к разочарованию.

Для частного инвестора это значит простую вещь: **одна pre-IPO-доля — это не «портфель», это лотерейный билет**. Профессионалы вытягивают степенной закон диверсификацией на десятки сделок. Человек, купивший долю в одной модной компании на все свободные деньги, играет в ту же игру без единственного, что делает её выигрышной, — без числа попыток.

Ошибка выжившего: чего вы не видите

Теперь — главная поправка ко всей главе. Мы восхищаемся Тилем и Sequoia, потому что читаем о них. О тех, кто вложил \$500 000 в «следующий Facebook» и получил ноль, книг не пишут. Это **ошибка выжившего** (survivorship bias): мы делаем выводы по горстке уцелевших и не видим кладбища, на фоне которого они уцелели.

Классическая иллюстрация — математик Абрахам Вальд во Вторую мировую. Военные показали ему вернувшиеся бомбардировщики, испещрённые пробоинами на крыльях и фюзеляже, и хотели усилить броню там, где больше дыр. Вальд возразил: усиливать надо там, где пробоин *нет* — в моторах и кабине. Ведь самолёты с попаданиями туда просто не вернулись, и их в выборке нет. Венчурная статистика устроена так же. «Успешные основатели бросали университет» — но университет бросали и десятки тысяч тех, о ком мы не слышали. Дыры на вернувшихся историях говорят не о том, где риск, а о том, где его можно было пережить.

Кладбище, кстати, вполне можно назвать по именам — просто эти имена быстро стираются из памяти. Webvan сжёг больше миллиарда долларов на доставке продуктов и закрылся в 2001-м; ту же идею через двадцать лет спокойно реализовали другие. Pets.com стал нарицательным символом доткомовского безумия. Quibi собрал почти \$1,75 млрд на «короткие сериалы для телефона» и умер за полгода. Juicero продавала подключённую к интернету соковыжималку за сотни долларов — а пакетик к ней, как выяснилось, легко выжимался руками. Все они рассказывали убедительные истории, все привлекли серьёзные деньги у серьёзных людей — и все обнулились. Вдохновляющих книг о них не пишут ровно потому, что вдохновлять тут нечем.

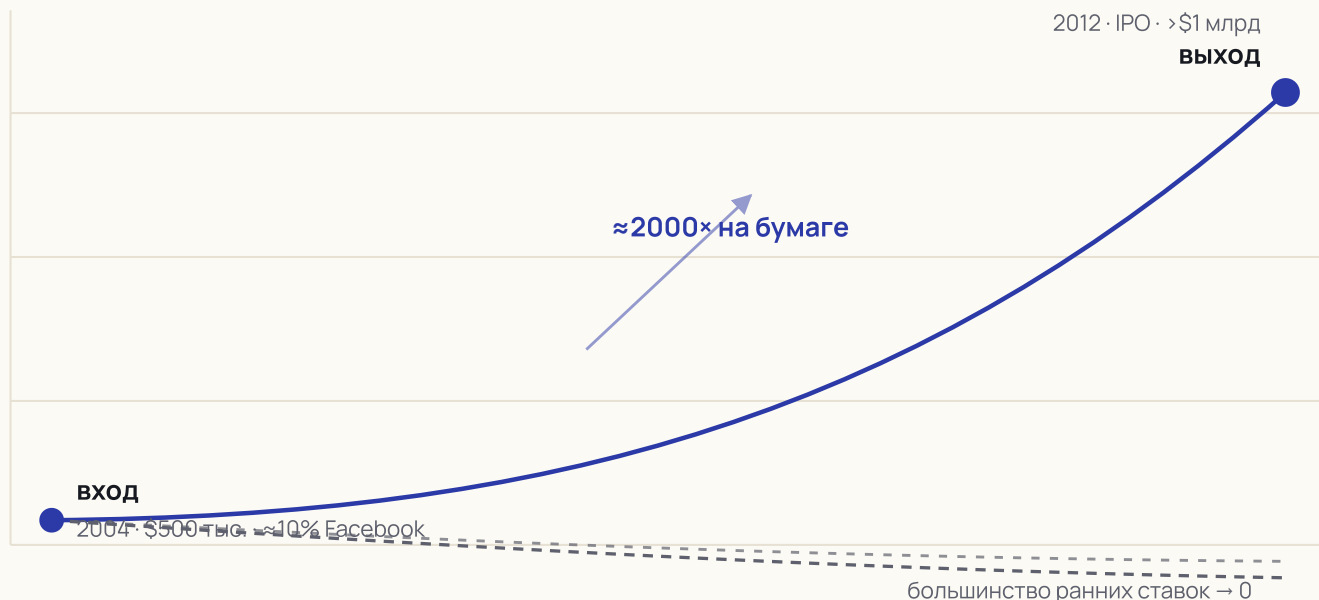


Схема 30. Одна кривая, которую все запомнили. Вложение Тиля ушло почти вертикально вверх за восемь лет. Пунктиры внизу — судьба большинства ранних ставок, о которых не снимают кино. Мы видим верхнюю линию; статистику делают нижние.

Что же тогда было общего у настоящих взлётов, если рецепта нет? Четыре вещи, и ни одну нельзя гарантировать заранее. **Огромный рынок** — поиск, соцсети, мессенджеры, электронная торговля оказались размером с целые экономики. **Команда**, способная исполнять годами, а не только красиво рассказывать. **Тайминг** — вход в тот момент, когда технология и привычки людей совпали (Facebook на заре широкополосного интернета, WhatsApp на заре смартфонов). И **удача** — которую задним числом переименовывают в прозорливость. Первые три можно оценивать. Четвёртую — только уважать.

Тайминг заслуживает отдельного слова, потому что его чаще всего задним числом путают с гениальностью. WhatsApp взлетел не оттого, что был технически сложнее конкурентов, — он был проще. Он попал в момент, когда смартфоны только стали массовыми, а международные SMS ещё стоили дорого: мессенджер, отправляющий сообщения бесплатно через интернет, оказался нужен всем и сразу. Годом раньше — не было аудитории со смартфонами; годом позже — окно заняли бы другие. Такое окно открывается ненадолго и не по расписанию. Инвестор, попавший в него, потом искренне верит, что всё просчитал. Чаще он просто оказался в нужной комнате в нужный год — и имел смелость выписать чек.

“ «Смелость и удача в ранних сделках выглядят одинаково — разницу видно лишь на выходе, и то не всегда.»

— венчурная поговорка

Практический вывод для частного инвестора не «не участвуйте», а «участвуйте, понимая жанр». Ранняя доля способна дать иксы, которых не даст ни один публичный рынок. Но она работает по степенному закону, и вы либо воспроизводите его логику — много небольших ставок, готовность списать большинство, — либо покупаете один билет и называете это инвестициями. Герои этой главы не угадали одну компанию. Они делали десятки заходов и пережили промахи. Именно это отличает их от игрока, который увидел красивую кривую и занёс всё.

Иными словами, иксы этой главы — не призыв «покупайте частные компании», а инструкция по чтению: взвешивайте рынок, команду и тайминг, уважайте роль удачи, держите в голове степенной закон и тех, кого в кадре нет. С этим багажом легче перейти к следующей главе — про то, как те же силы, только вывернутые наизнанку, превращают многообещающие компании в очень дорогие руины.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Ранние доли действительно делали тысячи иксов: Тиль в Facebook (\$500 тыс. → >\$1 млрд), Sequoia в WhatsApp (\$60 млн → ≈\$3 млрд) и в Google, родители Безоса в Amazon.
- ◆ Общего у них — огромный рынок, исполняющая команда, точный тайминг и удача. Первые три оцениваются, четвёртая — нет.
- ◆ Венчур подчиняется степенному закону: половина сделок в убыток, а всю прибыль делают единицы. «Средней» сделки не бывает.
- ◆ Ошибка выжившего заставляет учиться на уцелевших и не видеть кладбища. Одна pre-IPO-доля — не портфель, а лотерейный билет.
- ◆ Иксы даёт не угадывание одной компании, а число попыток и готовность списать большинство из них.

Провалы: WeWork, Theranos, FTX

Три компании стоили на бумаге \$47, \$9 и \$32 миллиарда. Три основателя были на обложках. Одного отстранили за неделю до биржи, вторую посадили на одиннадцать лет, третьего — на двадцать пять. Красные флаги торчали в каждом случае заранее. Их предпочитали не замечать.

Провал редко бывает внезапным. Почти всегда это медленное надувание, которое все видят и никто не хочет останавливать первым: основателю удобно, инвесторам выгодно на бумаге, поздним вкладчикам страшно оказаться вне модной истории. А потом какой-нибудь документ — проспект IPO, статья в газете, утёкший баланс — заставляет всех разом посмотреть на цифры трезво. И надувание становится обвалом за считанные дни.

Разберём три показательных краха. У них разная фактура — недвижимость, медицина, крипта, — но каркас пугающе одинаков.

≈\$47 млрд

пик оценки WeWork (янв. 2019)
→ провал IPO за недели

≈\$9 млрд

пик Theranos → ноль и
приговор основательнице

≈\$32 млрд

пик FTX (нач. 2022) →
банкротство в ноябре

WeWork: юнит-экономика, которую замаскировали

WeWork арендовала здания надолго, нарезала их на модные рабочие места и сдавала ежемесячно. Бизнес по сути простой — субаренда с дизайнерским ремонтом и кофе. Но **Адам Нойман**, основатель, продавал не субаренду, а миссию: «поднять сознание мира». В 2019 году при поддержке SoftBank компанию оценивали примерно в **\$47 млрд**. В августе 2019-го WeWork подала проспект (S-1) для выхода на биржу — и проспект её убил.

Потому что в проспекте наконец показали цифры. За 2018 год выручка ≈\$1,8 млрд — и чистый убыток около \$1,9 млрд. Компания теряла примерно доллар на каждый заработанный доллар. Чтобы это выглядело приличнее, менеджмент придумал метрику «Community Adjusted EBITDA» — прибыль, из которой вычли не только проценты и налоги, но и аренду, маркетинг, административные расходы. То есть почти всё, на что деньги и уходят. Аналитики подняли это на смех.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Разрыв по срокам (maturity mismatch)

Ситуация, когда обязательства компании длинные и жёсткие, а доходы — короткие и отменяемые. WeWork подписывала аренду на 10–15 лет с фиксированным платежом, а клиенты платили ежемесячно и могли уйти в любой момент. Пока экономика растёт — всё хорошо. В кризис клиенты исчезают за месяц, а платить арендодателям надо ещё десятилетие.

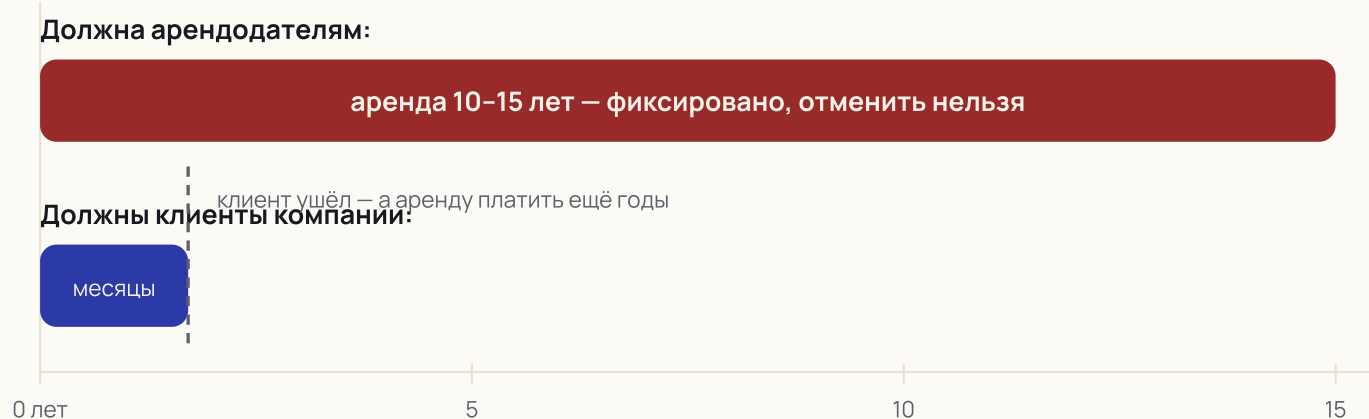


Схема 31. Асимметрия, которую не показывали инвесторам. Красная полоса — обязательства WeWork перед арендодателями на 10–15 лет вперёд. Синяя — насколько «вперёд» готовы платить клиенты. В хороший год разницы не видно; в кризис она становится смертельной.

Но экономику ещё можно пережить ростом. Управление — сложнее. Проспект показал **governance**-практики, от которых стало неуютно даже привыкшим ко всему. У Ноймана были сверхголосующие акции (изначально по 20 голосов за штуку) — совет директоров физически не мог его остановить. Нойман **сдавал в аренду WeWork здания, которыми владел лично** — то есть платил сам себе из денег инвесторов. Он

занимал под залог своих акций. Он зарегистрировал на себя товарный знак «We» и продал его собственной компании почти за \$5,9 млн (после скандала деньги вернул). Он вывел из компании более \$700 млн ещё до IPO. По условиям, его жена могла участвовать в выборе преемника.

Отдельная ирония — в роли главного спонсора. Масаёси Сон из SoftBank вложил в WeWork миллиарды через свой Vision Fund и, по многим рассказам, поощрял Ноймана думать крупнее и безумнее, а не осторожнее. Пузырь раздували не вопреки инвестору, а вместе с ним. Когда музыка смолкла, спасти компанию пришлось тому же SoftBank — вливанием около \$9,5 млрд, обрушившим оценку с \$47 до примерно \$8 млрд. А сам Нойман, отстранённый и публично опозоренный, ушёл не с пустыми руками, а с золотым парашютом на сотни миллионов долларов. Основатель, приведший компанию к краю, вышел из истории богатым; рядовые сотрудники с их опционами остались ни с чем. Так у провалов последствия и распределяются — неравномерно.

Янв. 2019

Пик оценки ≈\$47 млрд

SoftBank вкладывает миллиарды; Нойман — икона стартап-мира.

14 авг. 2019

Подан проспект IPO (S-1)

Впервые раскрыты убытки ≈\$1,9 млрд и метрика «Community Adjusted EBITDA».

Сент. 2019

Оценка на переговорах падает до \$15–20 млрд и ниже

Инвесторы и пресса разбирают governance по косточкам.

24 сент. 2019

Нойман уходит с поста CEO

Совет и SoftBank отстраняют основателя.

30 сент. 2019

IPO отозвано

SoftBank спасает компанию, оценка падает примерно до \$8 млрд; Нойман уходит с золотым парашютом.

**Банкротство**

Через SPAC в 2021-м WeWork снова вышла на биржу, но в ноябре 2023-го подала на защиту от банкротства.

Theranos: технология, которой не было

Элизабет Холмс бросила Стэнфорд в 19 лет с одной большой идеей: делать сотни анализов крови из одной капли из пальца, дома или в аптеке, дёшево и мгновенно. Идея была прекрасна. В этом и ловушка — она была *слишком* прекрасна. К 2013–2014 годам Theranos оценивали примерно в **\$9 млрд**, а саму Холмс называли самой молодой self-made миллиардершей; её состояние на бумаге — около \$4,5 млрд.

Проблема была одна, зато исчерпывающая: **прибор не работал**. Аппарат «Edison» не умел делать то, что обещали. Большинство анализов Theranos втайне гоняла на обычных коммерческих анализаторах сторонних производителей, разбавляя крошечные образцы до неточности. Пациенты получали недостоверные результаты по реальным медицинским показателям — это уже не финансовый риск, а угроза здоровью. Компания вошла в партнёрство с сетями Walgreens и Safeway; тесты добрались до живых людей.

Как такое продержалось годами? Помог **совет директоров ослепительной именитости** — и почти нулевой профильной компетентности. В совете сидели Генри Киссинджер, Джордж Шульц (экс-госсекретари), генерал Джеймс Мэттис, экс-министр обороны Уильям Перри, сенатор Сэм Нанн. Государственные мужи и военные — и почти ни одного специалиста по лабораторной диагностике. Регалии заменяли экспертизу. Инвесторы (Руперт Мёрдок — около \$125 млн, семьи Уолтон и ДеВос) смотрели на состав совета и думали: раз *такие* люди поручились, проверять незачем. Показательно, что профильные биотех-фонды в поздние раунды не вошли — они-то задавали вопросы про технологию и ответов не получали.

Секретность под видом защиты интеллектуальной собственности. Сотрудников связывали жёсткими NDA, инженеров и лаборантов держали в изоляции друг от друга, независимую проверку прибора не допускали. Когда компания прячет не формулу, а сам факт работоспособности продукта, — прячут обычно то, что показывать нечего.

Разоблачение пришло изнутри, и это отдельная драма. Тайлер Шульц — внук того самого Джорджа Шульца из совета директоров — поработал в Theranos, ужаснулся качеству тестов и попытался предупредить деда. Дед встал на сторону Холмс, а не внука. Молодая лаборантка Эрика Чун и Тайлер, рискуя карьерой и судебными исками, передали факты журналисту Джону Каррейру; юристы компании месяцами их преследовали. Понадобилась смелость двадцатилетних сотрудников, чтобы то, чего не разглядели госсекретари и генералы, наконец стало явным. Урок неуютный: иногда единственный, кто говорит правду про компанию за девять миллиардов, — это её младший сотрудник, которому просто невыгодно молчать.

2003

Холмс основывает Theranos

Обещание: сотни тестов из капли крови.

2013–14

Пик: ≈\$9 млрд, партнёрство с Walgreens

Обложки журналов, именитый совет директоров.

15 окт. 2015

Расследование Джона Каррейру в The Wall Street Journal

Публикация: приборы не работают, тесты гоняют на чужих аппаратах.

2016

Регуляторы (CMS) отзывают лицензию лаборатории

Холмс запрещают руководить лабораториями.

2018

Компания ликвидирована, предъявлены обвинения в мошенничестве

Theranos прекращает существование.

Приговор

Присяжные признают Холмс виновной по четырём пунктам; ноябрь — срок более 11 лет. Партнёр Балвани осуждён отдельно.

FTX: чужие деньги как свои

Криптовбиржа FTX и её основатель **Сэм Бэнкман-Фрид** (SBF) были в 2021–2022 годах символом «взрослой», ответственной крипты. Растрёпанный гений в шортах, проповедник эффективного альтруизма, обещавший заработать миллиарды, чтобы раздать их на спасение мира. На пике в начале 2022-го FTX оценивали примерно в **\$32 млрд**. В неё вошли уважаемые имена: Sequoia, SoftBank, Temasek, Tiger Global, пенсионный фонд учителей Онтарио. Sequoia опубликовала восторженный очерк о SBF.

Обёртка была безупречной. FTX купила рекламу на Супербоуле с Ларри Дэвидом, повесила своё имя на арену команды НБА в Майами, привлекла Тома Брэйдли. Сам SBF жертвовал на политику и рассуждал об эффективном альтруизме — мол, зарабатываю миллиарды, чтобы отдать их человечеству. Всё это работало как коллективное поручительство: если человек так публичен, так щедр и так уважаем, то что тут проверять? Именно репутационный лоск усыплял бдительность надёжнее любой отчётности — которой, как выяснится позже, толком и не было.

Рядом с биржей работала **Alameda Research** — торговый фонд, тоже принадлежавший SBF. И вот здесь спрятана вся катастрофа. Биржа должна быть нейтральным хранилищем: клиент положил деньги — они лежат и ждут его. FTX же через программную «лазейку» позволяла Alameda пользоваться **депозитами клиентов** как своими. Alameda брала эти деньги на рискованные ставки, покупку недвижимости, вложения, займы своим руководителям и политические пожертвования. Когда пыль осела, в клиентских средствах зияла дыра примерно в **\$8 млрд**.



Итог: дыра ≈\$8 млрд в деньгах клиентов

Схема 32. Как биржа перестаёт быть биржей. Депозиты клиентов должны были просто лежать в FTX. Через «секретную дверь» они утекали в собственный фонд основателя и оттуда — куда угодно. Смешение чужих денег со своими — это не рискованная стратегия, это база любого финансового мошенничества.

Развязка заняла девять дней. 2 ноября 2022-го издание CoinDesk опубликовало баланс Alameda — и он оказался набит собственным токеном FTX (FTT), то есть «активом», который сама же FTX и печатала. 6 ноября глава конкурирующей биржи Binance объявил, что распродаёт свои FTT. Началась паника — **набег вкладчиков**: все разом побежали выводить деньги. А выводить было нечего — деньги ушли в Alameda. 11 ноября 2022 года FTX подала на банкротство.

Разгребать пришлось Джону Рэю — тому самому, кто когда-то ликвидировал Enron. Его вывод вошёл в историю: за всю карьеру он не видел *столь полного отказа корпоративного контроля*. У FTX не было нормального совета директоров, не было финансового директора, не было внятной бухгалтерии; корпоративные расходы одобрялись эмодзи в чате, руководители брали у компании личные займы на сотни миллионов. Это была не биржа с проблемами. Это была видимость биржи.

Нач. 2022

Пик оценки ≈\$32 млрд

Реклама на Супербоуле, имя на арене НБА, звёздные инвесторы.

2 ноя. 2022

Утёк баланс Alameda

Выясняется, что он держится на собственном токене FTX.

6–8 ноя. 2022

Binance роняет FTT, начинается набег вкладчиков

Клиенты выводят деньги — резервов нет.

11 ноя. 2022

Банкротство

SBF уходит; Джон Рэй III констатирует полный крах контроля.

Дек. 2022

Арест SBF на Багамах и экстрадиция

Обвинения в мошенничестве и сговоре.

2023–24

Приговор — 25 лет

Ноябрь 2023 — виновен по семи пунктам; март 2024 — срок.

Общий каркас: как это устроено всегда

Три разные индустрии — а под краской один и тот же скелет. Обаятельный основатель с большой миссией, которая удобно отвлекает от цифр. Оценка, накачанная раундами быстрее, чем растёт сам бизнес. Метрики-пустышки или прямое сокрытие. И слабое, ручное, подконтрольное основателю управление — вместо независимого совета, который мог бы сказать «стоп». А сверху — **эффект именитого соинвестора**: раз внутри SoftBank, Sequoia или Киссинджер, значит, кто-то уже всё проверил. Проверить забывали все — каждый надеялся на соседа.

Красный флаг	Кейс	Что он значил на самом деле
Выдуманная метрика прибыли	WeWork	«Community Adjusted EBITDA» скрывала, что бизнес убыточен по-настоящему
Сверхголосующие акции основателя	WeWork	Совет директоров не мог остановить основателя даже теоретически
Сделки основателя с самим собой	WeWork	Личный карман выше интересов инвесторов (аренда, товарный знак «We»)
Именитый совет без профильной экспертизы	Theranos	Регалии Киссинджера и генералов заменяли проверку технологии
Секретность, NDA, запрет проверять продукт	Theranos	Скрывали не патент, а то, что прибора, по сути, нет
Нет совета, CFO и аудита; расходы «по эмодзи»	FTX	Контроля не существовало в принципе
Смешение средств клиентов и своего фонда	FTX	Депозиты клиентов тратились как собственные деньги
Собственный токен как актив на балансе	FTX	Стоимость нарисована из воздуха самой же компанией

И ещё одно, общее и человеческое. Ни WeWork, ни Theranos, ни FTX не рухнули из-за невезения на рынке. Их погубила не конъюнктура, а то, что было зашито внутрь с самого начала и что можно было разглядеть — если задавать неудобные вопросы и не бояться единственным выйти из модной комнаты. Об этом — следующая глава.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ WeWork (пик ≈\$47 млрд): убыточная юнит-экономика и разрыв по срокам, замаскированные выдуманной метрикой, плюс governance под основателя. Проспект IPO 2019-го вскрыл всё — биржа сорвалась, спасал SoftBank.
- ◆ Theranos (пик ≈\$9 млрд): технологии, по сути, не было; именитый совет заменял экспертизу, секретность прятала пустоту. Крах 2018-го, Холмс осуждена на срок более 11 лет.
- ◆ FTX (пик ≈\$32 млрд): депозиты клиентов через «секретную дверь» утекали в фонд основателя; ни совета, ни аудита. Ноябрь 2022-го — банкротство за девять дней, SBF осуждён на 25 лет.
- ◆ Каркас один: культ основателя, накачанная оценка, метрики-пустышки, слабый контроль и эффект именитого соинвестора, когда проверить забывают все сразу.
- ◆ Все три погубила не конъюнктура, а то, что было видно заранее тому, кто задавал вопросы.

Уроки: пузыри, governance, хайп

Взлёты и провалы из двух прошлых глав кажутся противоположностями. На самом деле их роднит одно: и там, и там инвестор платил не за отчётность, а за историю. Разница в том, стояло ли за историей что-то настоящее — и научился ли инвестор это проверять до того, как занёс деньги.

Собрать провалы в одну таблицу мало. Полезнее вытащить из них повторяющиеся детали — те, что встречались и у WeWork, и у Theranos, и у FTX, и встретятся снова, под новыми именами и в новых индустриях. Мошенники не изобретательны; они пользуются одними и теми же слабостями наблюдателя. Значит, слабости можно назвать и закрыть.

Пять деталей, которые повторяются

Култ основателя. Нойман собирался «поднять сознание мира», Холмс носила чёрные водолазки под Стива Джобса, SBF играл в видеоигры на инвесторских созвонах и всем это нравилось. Харизма — не грех и часто необходима стартапу. Опасно другое: когда фигура основателя становится *аргументом вместо цифр*, а сомнение в нём — почти неприличием.

Слабое управление. Сверхголосующие акции, карманный совет, отсутствие независимого аудита. **Governance** — скучное слово, которое решает, есть ли в компании хоть кто-то, способный сказать основателю «нет». Если такого механизма нет, вы инвестируете не в компанию, а в одного человека и в его безупречность на годы вперёд. Люди же ошибаются, устают и поддаются искушению — а некому их поправить. Ставка на непогрешимость одного основателя окупается редко.

Метрики-пустышки. «Community Adjusted EBITDA», «оборот» вместо выручки, «зарегистрированные пользователи» вместо платящих, «объём сделок» (GMV) вместо своей маржи. **Тщеславные метрики** (vanity metrics) звучат внушительно и почти

ничего не говорят о деньгах. Их задача — увести взгляд от той единственной строчки, где видна правда.

! НА ЗАМЕТКУ

Простой тест на пустую метрику: спросите, как она превращается в деньги на счёте. «Сто миллионов пользователей» — сколько из них платят и сколько это стоило? «Оборот \$5 млрд» — а *ваша* выручка с него какая, и растёт ли маржа? Если на прямой вопрос отвечают ещё более крупной, но столь же уклончивой цифрой — вы нашли пустышку.

FOMO инвесторов. Страх упустить (**fear of missing out**) — двигатель любого пузыря. Раунд «закрывается завтра», мест мало, зайти надо сейчас. Дефицит времени почти всегда создаётся продавцом, и создаётся именно для того, чтобы вы не успели провести проверку. Спешка — это не характеристика хорошей сделки, это её отсутствие.

▶ ПРИМЕР

Механику срочности легко узнать, увидев её однажды. «Аллокация почти разобрана», «в следующем раунде цена будет выше», «берут только своих, но для вас место найдём». Это не факты о компании — это рычаги на вашей психике. Настоящая хорошая сделка не станет хуже оттого, что вы потратите две недели на проверку. А вот тому, кто вас торопит, эти две недели чем-то грозят, — и стоит спокойно спросить себя, чем именно.

Эффект именитого соинвестора и отсутствие due diligence. Последнее — самое коварное, потому что притворяется осторожностью. «В Theranos поверил Мёрдок». «В FTX вошла Sequoia». «В WeWork влил миллиарды SoftBank». Логика соблазнительна: раз умные люди проверили, зачем повторять? Но в том-то и дело, что часто **не проверял никто** — каждый опирался на присутствие другого. Известное имя в списке инвесторов — это не проведённая проверка, а всего лишь ещё один человек, который мог ошибиться. Иногда — тот, у кого денег хватало ошибаться.

Стоит соединить эти пять деталей — и проступает не пять отдельных рисков, а один механизм. Харизма основателя объясняет, почему совет ему не перечит; отсутствие независимого совета позволяет рисовать удобные метрики; красивые метрики разжигают FOMO; FOMO приводит именитых инвесторов; а имена именитых инвесторов гасят у всех остальных желание проверять. Круг замыкается, и каждое звено прикрывает соседнее. Именно поэтому крах такого масштаба почти никогда не дело рук одного жулика-одиночки — это добросовестное коллективное самоослепление, в котором по отдельности вроде бы никто и не виноват. Разорвать круг способно ровно одно действие, доступное и частному инвестору: перестать принимать чужую уверенность за собственную проверку.

“ «Когда все уверены, что кто-то другой уже сделал домашнюю работу, её не делает никто.»

— неписаное правило поздних раундов

\$1,75 м.

собрал Quibi — и
закрылся за полгода

2000

доткомы:
технология реальна,
цена — нет

9 дней

от утёкшего баланса
до банкротства FTX

1 вопро

как метрика
превращается в
деньги на счёте

Кривая хайпа: где входят деньги и где живёт стоимость

У технологий есть узнаваемый эмоциональный маршрут — его давно описывают как **кривую хайпа** (по аналогии с моделью Gartner). Сначала — триггер, первое громкое обещание. Потом ожидания взлетают к *пику завышенных ожиданий*: пресса, инвесторы и основатели наперебой рисуют революцию. Затем реальность не поспевает, и наступает долина разочарования — вчерашние чудо-компании банкротятся пачками. И только выжившие медленно выбирают на склон просветления и плато продуктивности, где технология наконец приносит настоящую пользу и деньги.

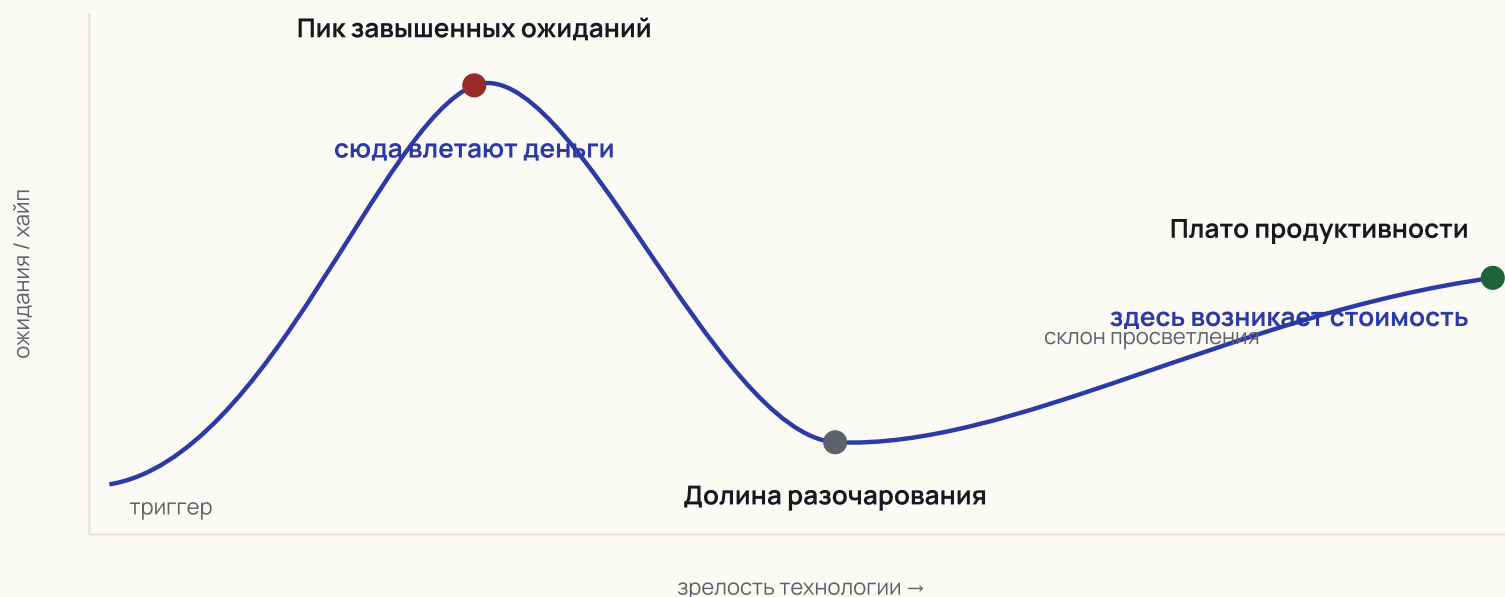


Схема 33. Разрыв во времени между хайпом и пользой. Деньги толпой приходят у пика ожиданий — там же обычно и покупают дорого. Настоящая стоимость возникает много позже, на плато, и достаётся тем, кто пережил долину. Пузырь — это не когда технология плоха, а когда цена обгоняет её зрелость.

Ключевая ловушка кривой — *рассинхрон*. Пик ожиданий и пик реальной пользы разнесены во времени на годы. Деньги толпой приходят у пика ожиданий, когда всё дороже всего; стоимость же созревает на плато, куда доберутся немногие. Инвестор, покупающий на самом пике, платит за будущее, которое, может, и наступит, — но не факт, что у этой конкретной компании и не факт, что по этой цене. Интернет ведь действительно изменил мир — а вот акционеры доткомов 2000 года по большей части остались ни с чем: технология была настоящей, цена — нет.

Есть и обратная сторона кривой, о которой забывают в азарте. Долина разочарования — не только кладбище, но и распродажа. Когда толпа разбегается, а выжившие компании продолжают тихо расти, именно здесь оценки становятся вменяемыми, а порой и заниженными. Amazon после доткомов терял более 90% стоимости акций — и стал тем, чем стал, для тех, кто досидел. Терпеливый инвестор чаще находит настоящую стоимость не на пике под аплодисменты, а в тишине после обвала, когда слово «пузырь» уже сделалось ругательным. Покупать в этот момент психологически труднее всего — и потому выгоднее всего.



Пузырь доткомов (2000) и крипто-мания (2021) — один сюжет в разных декорациях. И там, и там базовая технология оказалась реальной и важной. И там, и там большинство ранних вложений сгорело, потому что оценки взлетели раньше и выше, чем бизнесы под ними. Правота в тезисе «за этим будущее» не спасает, если вы переплатили за вход.

Живой пример разворачивается прямо сейчас — вокруг искусственного интеллекта. Технология настоящая и, скорее всего, перекроит целые отрасли; это давно не спорный тезис. Спорна цена. Часть компаний, поднявших гигантские раунды на волне ажиотажа, доберётся до плато продуктивности и оправдает свои оценки. Другая часть повторит судьбу доткомов: верная ставка на тренд, купленная слишком дорого и слишком рано. Заранее отличить одних от других по громкости обещаний невозможно — ровно так же, как нельзя было в 1999 году на глаз разделить будущий Amazon от будущей Pets.com. Кривая хайпа не подсказывает, *какая* компания выживет; она лишь напоминает, что на пике ожиданий платят дороже всего, и что проверять фундамент важнее, чем верить в тренд.



СВЕЖИЕ РУИНЫ

Список пополняется в реальном времени. Индийский edtech-гигант **Byju's**, стоивший на пике 2022 года около **22 млрд долларов**, к 2024-му был списан инвесторами почти в ноль (BlackRock срезал оценку примерно на 95%), ушёл в банкротство, а его основателя суд обязал вернуть более 1 млрд.* источник: TechCrunch, Inc42, судебные материалы, 2024–2025 Шведский производитель батарей **Northvolt**, «европейская надежда» с миллиардами привлечённого капитала, подал на банкротство в 2024–2025 годах — активы позже ушли с молотка.* источник: Reuters, Electrive, 2024–2026 Разные страны, разные отрасли — тот же сюжет: слишком дорого, слишком быстро, слишком мало вопросов.

Здоровый рост против накачанной оценки

Как на практике отличить настоящий рост от надутой цифры? Не по громкости истории, а по тому, что происходит с бизнесом *под* историей. У здоровой компании оценка следует за фундаментом: выручка растёт, маржа улучшается, каждый новый клиент со временем прибылен, — и цена растёт вместе с этим. У пузыря оценка отрывается от фундамента и живёт своей жизнью: раунды всё крупнее, а бизнес под ними тот же или хуже. Разница между двумя линиями — это и есть «воздух», за который кто-то в итоге заплатит.

Особенно коварна оценка, которая умеет только расти. Каждый новый раунд по цене выше предыдущего создаёт ощущение неизбежного успеха: смотрите, умные люди платят всё больше. Но цена раунда — не рыночная котировка, а результат переговоров двух заинтересованных сторон, которым обоим выгодно, чтобы цифра росла. Основатель хочет дорогой раунд; входящий фонд хочет, чтобы его прежние вложения на бумаге подорожали. Растущая от раунда к раунду оценка говорит о спросе на конкретную бумагу, а не о здоровье бизнеса под ней. WeWork дорожала раунд за раундом вплоть до того самого проспекта, где впервые показали, что происходит с деньгами. До этой минуты «оценка только растёт» звучало как аргумент — а оказалось диагнозом.

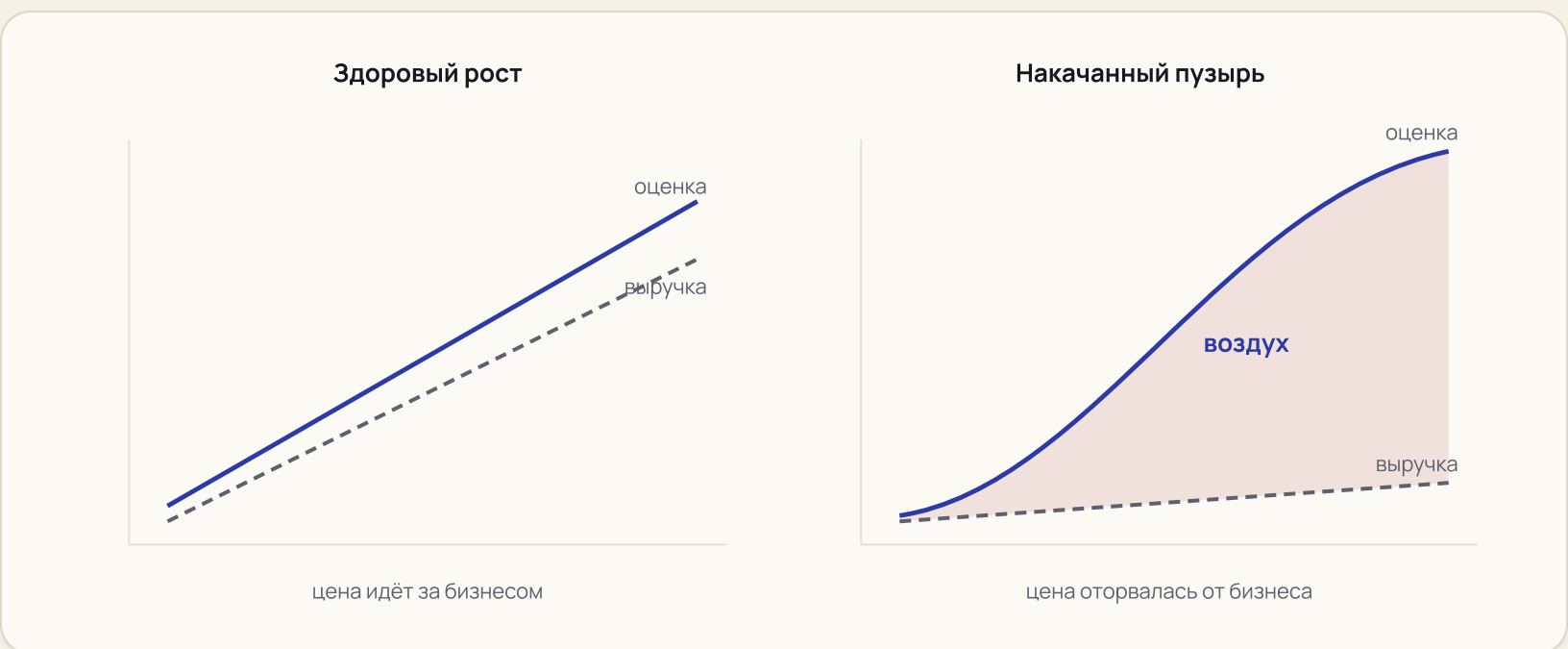


Схема 34. Один вопрос ко всякой модной сделке. Слева оценка и выручка растут почти вплотную — цена обеспечена. Справа оценка улетает, а бизнес под ней стоит на месте; закрашенный клин — «воздух», который однажды сдуется. Пузырь виден не в темпе роста цены, а в разрыве между ценой и фундаментом.

Что смотреть	Здоровый рост	Накачанный пузырь
Выручка	Реальная, растёт, маржа улучшается	«Оборот», GMV, выдуманные метрики
Юнит-экономика	Клиент со временем прибылен	Чем больше продаём, тем больше теряем
Governance	Независимый совет, аудит, права инвесторов	Культ основателя, сверхголоса, сделки с собой
Оценка	Обоснована ростом и мультипликаторами	Растёт раундами быстрее самого бизнеса
Прозрачность	Отвечают на неудобные вопросы	Секретность, NDA, «просто доверьтесь»
Соинвесторы	Профильные, сами копают	«Раз они вошли — значит, проверено»

Что с этим делать частному инвестору

Из чужих катастроф извлекается на удивление практичный набор привычек. Он не гарантирует прибыль — её вообще ничто не гарантирует, — но резко снижает шанс купить очередной пузырь на пике его обаяния.

- 1. Смотрите на юнит-экономику, а не на нарратив.** Один клиент — приносит он в итоге деньги или сжигает их? Если компания теряет тем больше, чем быстрее растёт, масштаб её не спасёт, а погубит.
- 2. Проверяйте governance.** Кто в этой компании может сказать основателю «нет»? Есть ли независимый совет и аудит? Нет механизма торможения — нет и защиты ваших денег.
- 3. Отличайте выручку от «оборота».** Требуйте показатель, который превращается в деньги на счёте. Всё остальное — декорация.
- 4. Не покупайте из-за имени соинвестора.** Спросите себя и продавца: что именно этот уважаемый фонд проверил? Если ответа нет — значит, проверять придётся вам.

5. **Не поддавайтесь на срочность.** «Раунд закрывается завтра» — это приём, а не аргумент. Хорошая сделка переживёт вашу проверку; плохая — как раз её и боится.
6. **Задавайте неудобные вопросы и смотрите на реакцию.** Раздражение, туман и переход на миссию в ответ на простой вопрос о деньгах — сами по себе ответ.
7. **Держите размер позиции скромным.** Неликвидная частная доля не должна решать судьбу всего портфеля. Даже правильная ставка может не сыграть — заложите это в размер, а не в надежду.



КЛЮЧЕВОЕ

Главный урок части в одной фразе: **красивая история — не тезис, а упаковка**. Взлёты и провалы из этих глав отличались не тем, насколько вдохновляюще звучали основатели, а тем, что стояло под словами — реальный бизнес и работающее управление или воздух и один харизматичный человек. Ваша работа как инвестора — заглянуть под упаковку до того, как занесёте деньги, а не после.

Заметьте: ни один из этих пунктов не требует финансового гения или инсайдерского доступа. Речь не о том, чтобы переиграть рынок, — а о том, чтобы не дать себя обмануть. Большинство разорившихся на WeWork, Theranos и FTX проиграли не потому, что не сумели предсказать будущее, а потому, что не задали простых вопросов настоящему. Проверка фундамента скучна, немодна и то и дело заставляет пропустить «сделку года». Ровно поэтому её и пропускают — и ровно поэтому она работает.

И последнее, примиряющее две главы. Не стоит из страха перед WeWork и FTX зарекаться от частных рынков вовсе — там же жили Facebook, Google и Amazon. Смысл не в том, чтобы не участвовать, а в том, чтобы участвовать зряче: понимать степенной закон, диверсифицировать, проверять фундамент и governance, держать разумный размер. Тогда pre-IPO становится не казино с одной ставкой, а осознанным, пусть и рискованным, классом активов. Как встроить его в портфель по правилам — тема следующей части.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Провалы роднят пять деталей: культ основателя, слабое governance, метрики-пустышки, FOMO инвесторов и эффект именитого соинвестора вместо собственной проверки.
- ◆ Кривая хайпа разносит во времени пик ожиданий (когда покупают дорого) и пик пользы (когда возникает стоимость). Пузырь — это не плохая технология, а цена, обогнавшая её зрелость.
- ◆ Здоровый рост виден по тому, что оценка идёт за фундаментом; пузырь — по разрыву между ценой и бизнесом, тому самому «воздуху».
- ◆ Практика: юнит-экономика важнее нарратива, governance важнее харизмы, выручка важнее «оборота», срочность — приём, а не аргумент, размер позиции — скромный.
- ◆ Вывод части: красивая история — упаковка, а не тезис. Не отказываться от pre-IPO, а входить в него зряче.

05

— ЧАСТЬ ПЯТАЯ

Pre-IPO в портфельной теории

Самая важная часть для инвестора. От Марковица и эффективной границы — к честному месту неликвидных частных активов в портфеле: ликвидность, «сглаженная» волатильность, J-кривая, корреляции, размер аллокации и управление рисками.

18 · Марковиц

19 · CAPM и бета

20 · Ликвидность и риск

21 · Аллокация

22 · Управление рисками

Основы: Марковиц и эффективная граница

В 1952 году двадцатипятилетний аспирант доказал то, что бабушки знали и без него: не клади все яйца в одну корзину. Разница в том, что он это посчитал — и получил за расчёт Нобелевскую премию. С него начинается вся портфельная теория, и именно в его координатах pre-IPO наконец занимает своё честное место.

Риск, доходность и одна неожиданная величина

До Гарри Марковица (Harry Markowitz) инвесторы рассуждали про акции поштучно: эта хорошая, та плохая, эту держим, ту продаём. Марковиц в статье «Portfolio Selection» (Journal of Finance, 1952) сделал ход, который сегодня кажется очевидным, а тогда был почти дерзким: он предложил смотреть не на бумагу, а на портфель целиком — и описал его двумя числами.

Первое — **ожидаемая доходность** (expected return). Это среднее того, что актив, по нашим прикидкам, принесёт. Второе — **риск**, и вот тут Марковиц сделал смелое отождествление: риск есть **стандартное отклонение доходности** (standard deviation, σ), то есть мера разброса вокруг среднего. Чем сильнее качает — тем рискованнее. Число красивое, считается легко, и полвека индустрия живёт на нём.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Стандартное отклонение (σ , «сигма»)

Среднеквадратичный разброс доходностей вокруг их среднего значения. $\sigma = 20\%$ в год означает: в типичный год результат отклоняется от среднего примерно на двадцать процентных пунктов в ту или другую сторону. Квадрат сигмы — **дисперсия** (variance), с ней удобнее считать.

У такого определения риска есть слабое место, и честнее сказать о нём сразу. Сигма одинаково штрафует и падение, и рост — а инвестор боится только падений; удвоение цены его, как правило, устраивает. Плюс сигма предполагает, что

доходности распределены более-менее симметрично, колоколом, а у рискованных активов хвосты толще и слева тяжелее. Держите это в голове: к pre-IPO обе оговорки применимы вдвойне, и в главе 20 мы увидим, как сигма для частных активов вообще перестаёт что-либо значить.

Но настоящая находка Марковица — не риск и не доходность по отдельности, а третья величина, которую до него почти не замечали. **Ковариация** (covariance) — мера того, ходят ли два актива вверх-вниз вместе или врозь. Её нормированная версия — **корреляция** (correlation, ρ) — живёт в диапазоне от -1 до $+1$. Плюс единица: активы шагают в ногу. Минус единица: один вверх — другой ровно на столько же вниз. Ноль: связи нет, живут своей жизнью.

◆ ПОЧЕМУ ЭТО ВАЖНЕЕ, ЧЕМ КАЖЕТСЯ

Риск портфеля — **не** средний риск его частей. Он зависит от того, как части двигаются друг относительно друга. Два одинаково «дёрганных» актива, если они дёргаются в противофазе, дают спокойный портфель. Именно здесь прячется бесплатный обед.

Бесплатный обед: как корреляция творит чудеса

Марковицу приписывают фразу, что диверсификация — «единственный бесплатный обед на финансовых рынках» (the only free lunch in investing). Обычно за снижение риска платят доходностью. А тут — снижаешь риск, ничего не отдавая взамен. Покажу на цифрах, потому что на словах это звучит как реклама.

Возьмём два актива. **A** — акции: ожидаемая доходность 12% в год, $\sigma = 20\%$. **B** — что-то поспокойнее (облигации или зрелый частный фонд): доходность 8%, $\sigma = 10\%$. Смешаем 60% A и 40% B.

Доходность портфеля считается скучно — это просто взвешенное среднее: $0,6 \cdot 12\% + 0,4 \cdot 8\% = 10,4\%$. А вот риск ведёт себя интереснее, и всё решает корреляция между A и B:

Доходность портфеля (60% A / 40% B):

$$R_p = 0.6 \cdot 12\% + 0.4 \cdot 8\% = 10.4\% \quad (\text{всегда среднее, } \sigma_p \text{ не зависит от } \rho)$$

Риск (σ) при разных корреляциях ρ :

$\rho = +1.0 \rightarrow \sigma_p = 16.0\%$ просто среднее — обеда нет
 $\rho = +0.2 \rightarrow \sigma_p = 13.4\%$ реальный случай
 $\rho = 0.0 \rightarrow \sigma_p = 12.6\%$
 $\rho = -1.0 \rightarrow \sigma_p = 8.0\%$ идеальный хедж

Средневзвешенный риск = $0.6 \cdot 20\% + 0.4 \cdot 10\% = 16.0\%$

Выигрыш от диверсификации = $16.0\% - 13.4\% = 2.6$ п.п. «из воздуха»

Смотрите, что произошло. Доходность осталась 10,4% при любой корреляции. А риск при реалистичной $\rho = 0,2$ упал с 16,0% (это если бы риски тупо складывались) до 13,4%. Два и шесть десятых процентных пункта риска исчезли, и мы за них ничего не заплатили. Это и есть обед. Формула дисперсии портфеля из двух активов, если любопытно:

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= w_A^2 \cdot \sigma_A^2 + w_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 \cdot w_A \cdot w_B \cdot \rho \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \\ &= 0.36 \cdot 0.04 + 0.16 \cdot 0.01 + 2 \cdot 0.6 \cdot 0.4 \cdot 0.2 \cdot 0.20 \cdot 0.10 \\ &= 0.0144 + 0.0016 + 0.00192 = 0.01792 \\ \sigma_p &= \sqrt{0.01792} = 0.1339 \approx 13.4\%\end{aligned}$$

Весь фокус — в последнем слагаемом. Оно тем меньше, чем ниже ρ . При $\rho = 1$ обед пропадает: слагаемое максимально, и σ схлопывается до простого среднего 16%. При $\rho = -1$ достигим и вовсе теоретический ноль риска. Реальные активы редко коррелируют идеально — и в этом зазоре живёт вся индустрия управления капиталом.

1952	1990	$\rho < 1$	2,6 п.п.
«Portfolio Selection», статья Марковица	Нобелевская премия — с Шарпом и Миллером	условие, при котором обед вообще подают	риска «испарилось» в нашем примере

Отсюда — прямой мостик к pre-IPO. Главный аргумент за долю частного актива в портфеле не в том, что он «доходнее» (это ещё надо доказать и это тема части про доходность), а в том, что его связь с публичным рынком, по крайней мере на бумаге,

слабее. Низкая r — вот за что портфельный управляющий готов терпеть неликвидность. Правда, ниже мы выясним, что эта «низкая r » частенько оказывается оптическим обманом. Но по порядку.

Эффективная граница и место pre-IPO

Теперь представьте, что вы перебрали не одну пропорцию 60/40, а вообще все возможные — от 100% В до 100% А, и всё, что между, да ещё с десятками других активов. Каждый портфель — точка в координатах «риск–доходность». Все точки вместе образуют облако. И у этого облака есть верхне-левая кромка — та самая **эффективная граница** (efficient frontier).

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Эффективная граница

Множество портфелей, каждый из которых даёт максимальную доходность при своём уровне риска (или минимальный риск при своей доходности). Всё, что лежит ниже и правее границы, — заведомо хуже: существует другой портфель с той же доходностью, но меньшим риском. Рациональному инвестору незачем выходить за пределы этой кромки.

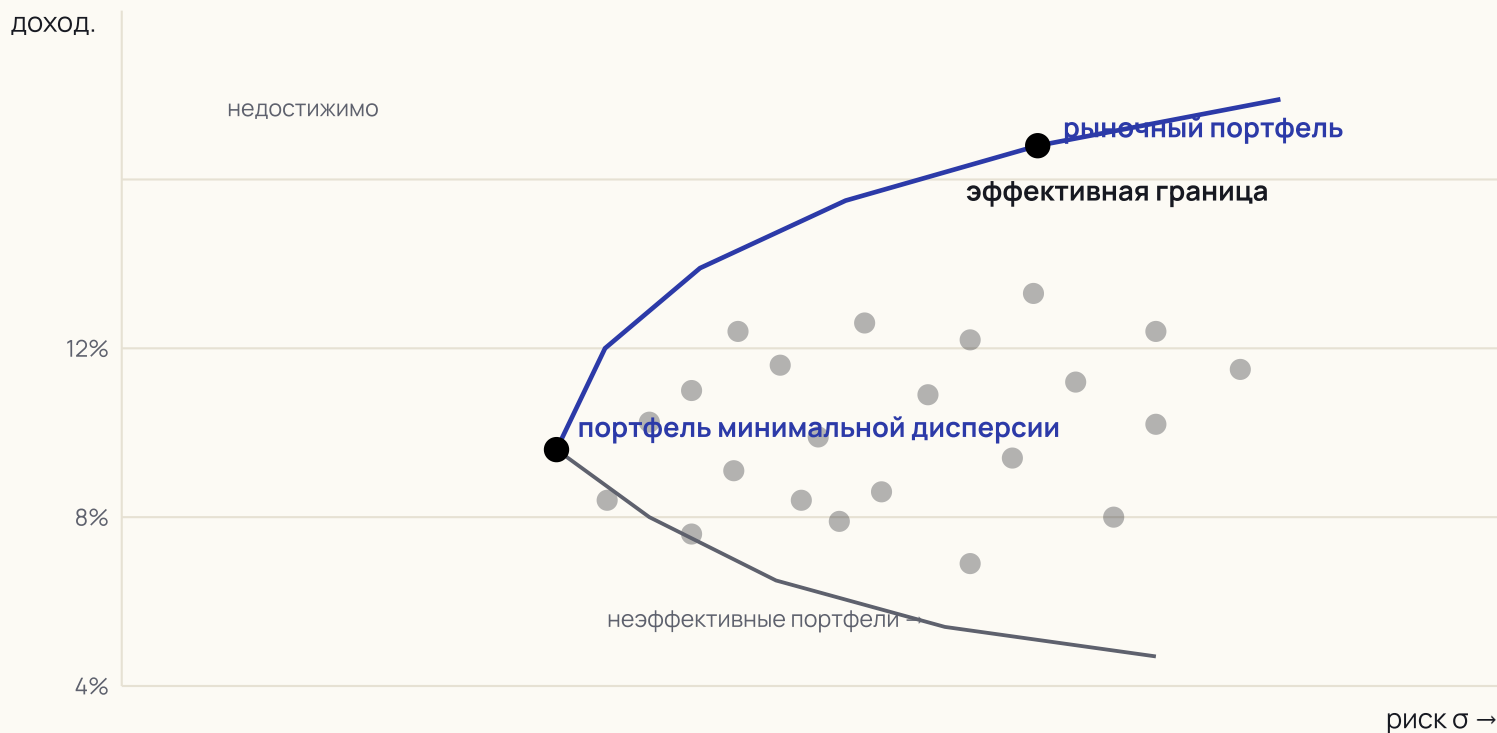


Схема 35. Каждая точка — портфель. Кромка облака (акцентная кривая) и есть эффективная граница; всё внутри и правее — заведомо хуже. Слева граница упирается в портфель минимальной дисперсии.

Практический смысл границы простой до неприличия. Вы выбираете себе точку на кромке — по вкусу к риску, — и всё. Ниже кромки лезть глупо, выше физически нельзя. А теперь ключевой вопрос книги: **что делает с этой кромкой добавление пре-ИРО?**

Если новый актив некоррелирован (или слабо коррелирован) с тем, что у вас уже есть, вся граница сдвигается вверх и влево. Появляются портфели, которые раньше были недостижимы: та же доходность — но меньший риск, или тот же риск — но больше доходности. Даже актив со скромной собственной доходностью, но с низкой корреляцией, улучшает набор возможностей для всего портфеля. Именно так частные активы попадают в институциональные портфели: не потому, что каждый из них — чемпион, а потому, что они двигают границу.

Второй столп той же идеи — не корреляция, а количество. Даже одинаково рискованные и умеренно связанные активы, если их много, гасят разброс друг друга. Риск портфеля из N бумаг раскладывается на две части: индивидуальную (её можно

развести диверсификацией) и общую, рыночную (её нельзя развести никак). С ростом N первая тает примерно как $1/N$, а вторая остаётся полом, ниже которого не опуститься.



Схема 36. Одна бумага — σ около 40%. Уже к десяти активам риск падает вдвое, а дальше упирается в пол систематического риска (~20%), который не разводится ничем. Пунктир — этот несокращаемый минимум.

Обратите внимание на форму кривой: она круто падает на первых активах и почти горизонтальна после двадцати-тридцати. Отсюда старое эмпирическое правило: львиную долю выгоды от диверсификации внутри одного класса активов даёт уже пара десятков позиций, тридцатая бумага помогает куда меньше первой. Но — и это принципиально для нашей темы — так работает диверсификация *внутри* класса. Добавление целого нового класса с низкой корреляцией (например, доли pre-IPO) опускает сам пол, а не только скатывается по кривой. Это качественно другой ход.

Не спешите радоваться низкому «полу». Значительная часть той самой низкой корреляции частных активов — **иллюзия, созданная редкой и сглаженной переоценкой**, а не реальная независимость от рынка. Как только мы в главе 20 «размажем сглаживание» обратно (de-smoothing), измеренная корреляция и волатильность подрастают, а красивый эффект уменьшается. Держите обе мысли рядом: математически некоррелированный актив действительно опускает пол — но у частного актива измеренная корреляция почти всегда занижена, поэтому реальный выигрыш скромнее наивного расчёта. Это не отменяет пользу диверсификации — лишь предостерегает от чересчур оптимистичных выводов.

► ЗДРАВЫЙ СМЫСЛ ПРОТИВ АРИФМЕТИКИ

Инвестор-новичок гордится «двадцатью акциями в портфеле». Но если это двадцать техов из одного индекса, их взаимная корреляция 0,7–0,8 — пол систематического риска почти не опустился. Настоящая диверсификация — это не много похожего, а разное, что живёт по своим циклам. Именно тут частные активы выглядят соблазнительно — до тех пор, пока мы не научимся измерять их корреляцию честно.

Итог главы двойной. Марковиц дал нам язык — риск, доходность, корреляция, граница — на котором вообще можно разговаривать про место pre-IPO в портфеле. И он же дал критерий пользы: актив полезен не абсолютной доходностью, а тем, сдвигает ли он границу. Осталась мелочь — научиться правильно измерять вход в эти формулы для актива, у которого нет ежедневной цены. Этим займёмся в следующих двух главах, и там нас ждёт пара неприятных сюрпризов.

В двух словах. Марковиц (1952) описал портфель двумя числами — ожидаемой доходностью и риском (σ) — и добавил третье, решающее: корреляцию между активами. Диверсификация снижает риск, ничего не отнимая у доходности, — «единственный бесплатный обед», и работает он тем сильнее, чем ниже корреляция. Эффективная граница — верхняя кромка всех возможных портфелей; добавление слабо коррелированного актива (в идеале — pre-IPO) сдвигает её вверх-влево. Риск гасится как $1/N$ до систематического пола, ниже которого диверсификацией не опуститься. Ценность частного актива — не в его доходности самой по себе, а в том, двигает ли он границу.

CAPM, бета и частные активы

Марковиц объяснил, как собрать портфель. Уильям Шарп через двенадцать лет ответил на следующий вопрос: а сколько актив вообще обязан приносить за свой риск? Ответ уместился в одну формулу с греческой буквой «бета». Красивая формула. Проблема в том, что для pre-IPO эта буква упорно отказывается считаться.

CAPM за пять минут: цена времени и цена страха

Уильям Шарп (William Sharpe) в 1964 году — параллельно и независимо к тем же выводам пришли Линтнер и Моссин — предложил **модель оценки капитальных активов** (CAPM, Capital Asset Pricing Model). За неё он в 1990-м разделил Нобелевскую премию с Марковицем. Идея опирается прямо на предыдущую главу: если все рациональны и держат эффективные портфели, то в равновесии единственный риск, за который рынок платит, — это **неустранимый**, систематический риск. За индивидуальный риск, который вы могли развести диверсификацией, но поленились, платить никто не станет.

Мера этого систематического риска — **бета** (β). Она показывает, насколько сильно актив дёргается вместе с рынком. $\beta = 1$ — двигается как рынок. $\beta = 1,5$ — усиливает движения рынка в полтора раза (растёт бодрее, но и падает больнее). $\beta = 0,5$ — вдвое спокойнее рынка. Формально бета — это ковариация актива с рынком, делённая на дисперсию рынка.

$$\text{CAPM: } R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

R_f = 4% безрисковая ставка (цена времени)

$R_m - R_f$ = 5% премия за рыночный риск (цена страха)

$$\beta = 0.8 \rightarrow R = 4\% + 0.8 \cdot 5\% = 8.0\%$$

$$\beta = 1.0 \rightarrow R = 4\% + 1.0 \cdot 5\% = 9.0\% \quad (\text{сам рынок})$$

$$\beta = 1.2 \rightarrow R = 4\% + 1.2 \cdot 5\% = 10.0\%$$

Разберём по слагаемым, потому что за сухой формулой стоит вполне человеческая логика. R_f — безрисковая ставка (гособлигации), *цена времени*: столько платят просто за то, что деньги вернутся не сегодня. $(R_m - R_f)$ — рыночная премия, *цена страха*: надбавка за то, что вы согласились болтаться вместе с рынком. А β — множитель вашей личной дозы этого страха. Требуемая доходность — это цена времени плюс ваша доля цены страха. Всё.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Бета (β)

Чувствительность доходности актива к доходности рынка. $\beta = \text{Cov}(\text{актив, рынок}) / \text{Var}(\text{рынок})$. Единственный вид риска, за который, по CAPM, инвестор вправе требовать компенсацию, — систематический, измеряемый бетой. Индивидуальный (специфический) риск премии не приносит, потому что его можно устранить бесплатно.

Альфа, линия рынка и честный бенчмарк

Нарисуем CAPM. По горизонтали — бета, по вертикали — требуемая доходность. Получается прямая, которая выходит из безрисковой ставки и идёт вверх. Это **линия рынка ценных бумаг** (SML, Security Market Line). Она задаёт «справедливую» доходность для любого уровня систематического риска.

Всё, что лежит *выше* линии, приносит больше положенного за свою бету, — это положительная **альфа** (alpha), мастерство или удача управляющего. Ниже линии — отрицательная альфа, вы переплатили за риск. Альфа — то, за что платят активным управляющим; бета — то, что можно купить за три копейки в индексном фонде. Половина споров в индустрии — про то, где кончается настоящая альфа и начинается замаскированная бета.

◆ SML ПРОТИВ CML

Не путайте две линии. **CML** (линия рынка капитала, Capital Market Line) строится в координатах «полный риск σ — доходность» и касается эффективной границы; на ней лежат только идеально диверсифицированные портфели. **SML** — в координатах «бета — доходность», и на ней должен лежать *каждый* отдельный актив. CML — про то, как смешать рынок с безрисковым активом; SML — про справедливую цену одной позиции.

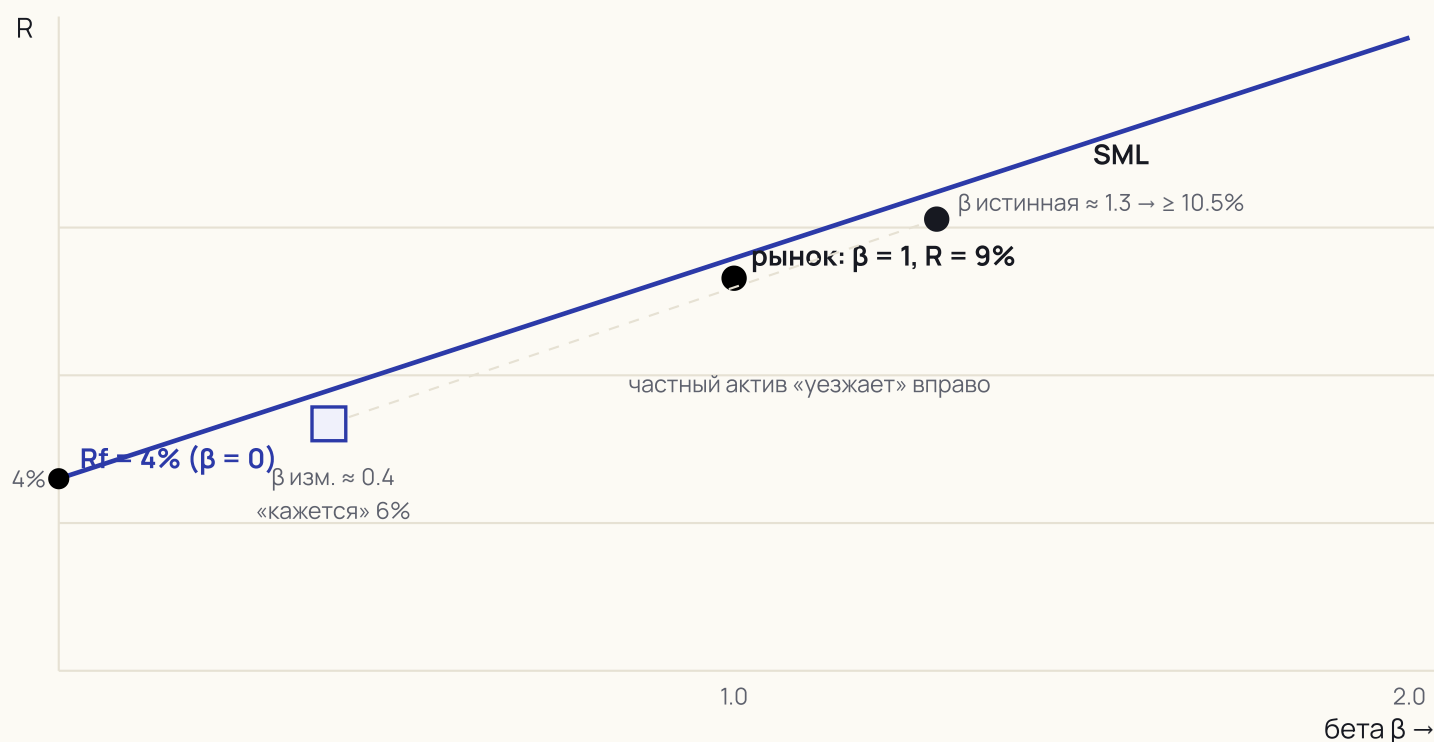


Схема 37. SML задаёт справедливую доходность для каждой беты. Частный актив измеряется на $\beta \approx 0,4$ (квадрат слева) и по формуле «требуется» лишь 6% — но его истинная бета ближе к 1,3, и честная планка — минимум 10,5%. Разрыв — цена самообмана.

Где ломается бета: частные активы

А теперь плохая новость, ради которой глава и написана. Чтобы посчитать бету, нужна ковариация актива с рынком. Чтобы посчитать ковариацию, нужны ряды доходностей — как менялась цена день за днём, месяц за месяцем, рядом с рынком. У публичной акции такой ряд есть: биржа переоценивает её каждую секунду. У доли в

pre-IPO компании его нет. Раунды случаются раз в год-полтора, между ними цена просто **не меняется** — не потому, что бизнес замер, а потому, что его никто не переоценивает.

Из этого растут сразу три беды.

1 Нет цен — нет ковариации.

Бету не из чего вычислить напрямую. Приходится брать бету публичного «аналога» (сопоставимой компании), но у частной фирмы другой размер, другая стадия, другая долговая нагрузка — сходство натянутое.

2 Редкие переоценки занижают бету.

Когда цену фиксируют раз в год, да ещё с оглядкой на предыдущую («не будем пугать инвесторов»), измеренная ковариация с рынком выходит искусственно маленькой. Бета получается заниженной — а с ней и «требуемая» доходность. Механику этого обмана распишем в главе 20.

3 Оценка требуемой доходности повисает в воздухе.

Если β занижена, CAPM выдаёт слишком мягкую планку. Инвестор думает, что 8% для этого актива — щедро, хотя честная планка с истинной бетой и надбавками — 12–14%. Он систематически переплачивает за риск, сам того не замечая.

Есть и содержательная поправка, которую CAPM в классическом виде просто не видит. Модель предполагает, что из актива можно выйти в любой момент по рыночной цене. Из pre-IPO так выйти нельзя. Значит, к требуемой доходности честно добавить **премию за неликвидность** (illiquidity premium) — плату за то, что деньги заперты на годы и в кризис их не вынуть. Эмпирические оценки гуляют, но 3–5 процентных пунктов сверх «ликвидного» аналога — разумный ориентир; для самых ранних и запертых историй встречается и больше.

Сюда же примыкает **премия за размер** (size premium) — наблюдение, идущее ещё от Фамы и Френча: мелкие компании исторически приносили больше крупных за тот же измеренный риск. Частные компании до IPO почти по определению маленькие и хрупкие. Так что «правильная» требуемая доходность для доли в pre-IPO — это не голый CAPM, а конструкция из нескольких этажей:

требуется	= Rf	4%	цена времени
+	$\beta_{\text{истинная}} \cdot (R_m - R_f)$	6.5%	истинный рыночный
+	премия за неликвидность	4%	деньги заперты на
+	премия за размер	2%	компания мелкая и
	≈ 16.5%		

Наивный CAPM с заниженной $\beta = 0.4$ дал бы всего 6%.

Разрыв ≈ 10 п.п. — вот цена того, что бету не пересчитали честно

Параметр	Публичная акция	Доля pre-IPO
Частота переоценки	каждую секунду	раз в 12–18 мес.
Бета	считается из ряда цен	прямо — никак; берут аналог
Измеренная волатильность	реальная	заниженная (сглаживание)
Выход по рыночной цене	в любой момент	только на раунде / IPO
Нужные надбавки	—	неликвидность + размер

! ЛОВУШКА КРАСИВОЙ ЦИФРЫ

Когда презентация фонда показывает «бету 0,3 к S&P 500», рука сама тянется вписать актив в портфель — такая низкая связь с рынком! Но чаще это не свойство бизнеса, а артефакт того, что бизнес переоценивают редко и вяло. Настоящая бета частной технологической компании обычно *выше* единицы: она чувствительнее рынка к ставкам, к аппетиту к риску, к настроению венчурного капитала. Низкая измеренная бета — почти всегда повод не радоваться, а насторожиться.

Ирония в том, что CAPM создавался как оружие против самообмана — как способ поставить требуемую доходность на объективную основу вместо «мне кажется, это хорошая компания». А на частных активах он превращается в противоположность: даёт наукообразное число, которое ложно успокаивает. Формула-то честная. Ложны данные, которые в неё заводят. И корень всей лжи — та самая редкая, вялая, оглядчивая переоценка. Ей и посвящена последняя глава части.

В двух словах. CAPM Шарпа (1964): требуемая доходность = безрисковая ставка + бета × рыночная премия. Бета измеряет систематический риск — единственный, за который платят; всё сверх линии рынка ценных бумаг (SML) — альфа. Для частных активов бета плохо определена: нет ряда цен, редкие и «оглядчивые» переоценки занижают ковариацию с рынком, а с ней — и планку требуемой доходности. Честная оценка добавляет к истинной бете премию за неликвидность (3–5 п.п.) и премию за размер, поднимая планку до 14–17%, тогда как наивный CAPM показал бы 6%. Низкая измеренная бета pre-IPO — обычно артефакт, а не достоинство.

Ликвидность, риск и «сглаженные» доходности

Частные активы выглядят на графике до неприличия спокойными: ровная линия вверх, никакой тряски, будто рынок им нипочём. Это самый обаятельный обман в индустрии. Гладкость на картинке — не отсутствие риска, а отсутствие переоценки. Разберём, как рождается иллюзия и как вернуть спрятанный риск на место.

Отмытая волатильность

Начнём с механики. Публичный рынок каждый день голосует деньгами, и цена акции скачет — вверх, вниз, снова вверх. Частную компанию переоценивают редко, а когда всё же переоценивают, оценщик и управляющий инстинктивно держатся за прошлую цифру: резко менять оценку — значит признать, что раньше ошиблись, испугать инвесторов, спровоцировать вопросы. Поэтому новая оценка получается средним между честной сегодняшней и вчерашней записанной. Цену как бы размазывают во времени.

Результат — **сглаженные доходности** (smoothed returns). На графике вместо зубчатой пилы публичного актива — плавная, почти безмятежная кривая. И тут происходит подмена понятий, из-за которой ломаются все портфельные расчёты: раз кривая гладкая, то посчитанное по ней **стандартное отклонение мало**. Актив выглядит низковолатильным. А раз он почти не движется, то и его **корреляция с рынком выходит близкой к нулю**. Идеальный диверсификатор! Мечта из главы 18, сдвигающая эффективную границу!

Только это мираж. Cliff Asness из AQR припечатал явление злым термином — **«отмывание волатильности»** (volatility laundering): риск никуда не делся, его просто не показывают, потому что не переоценивают. Актив трясёт ровно так же, как публичный аналог, — вы этого не видите, вот и вся разница. Гладкая линия скрывает риск, как ковёр скрывает пыль: подметать не стали, просто накрыли.

Отмывание волатильности (volatility laundering)

Занижение измеренной волатильности и корреляции частного актива из-за того, что его оценки обновляются редко и сглаженно. Риск не устраняется — он становится невидимым для стандартных метрик. Термин популяризирован Клиффом Аснессом; та же суть под именем «сглаживание доходностей» (return smoothing) известна в оценке недвижимости с начала 1990-х.

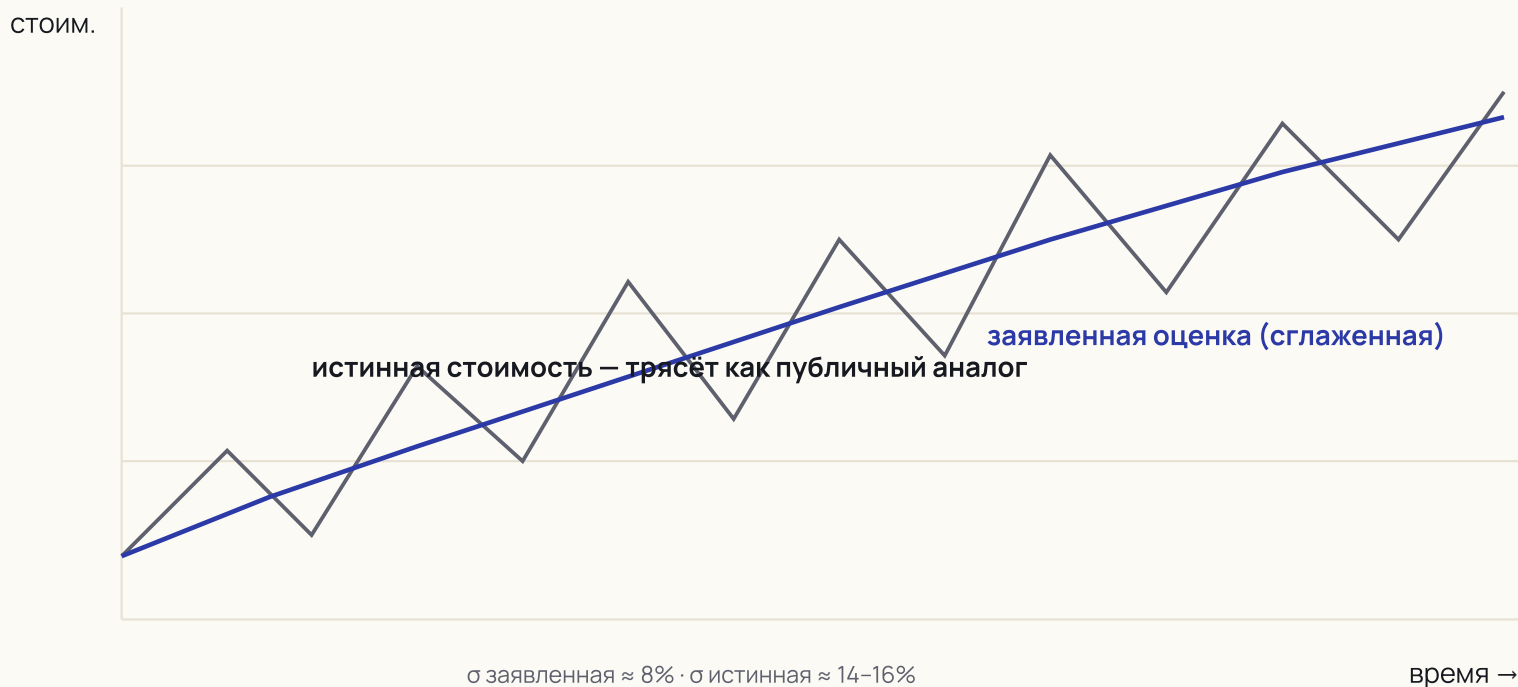


Схема 38. Обе линии приходят в одну точку — доходность честная. Но заявленная оценка (акцентная гладкая) прячет всю тряску истинной стоимости. По гладкой линии σ выходит вдвое меньше настоящей — риск «отмыт».

Автокорреляция и де-смузинг: возвращаем риск на место

У обмана есть отпечаток пальца, и он статистический. Если оценка каждый раз — среднее нового и старого, то доходности начинают *помнить прошлое*: хороший квартал тянет за собой хороший, плохой — плохой. Это **автокорреляция** (autocorrelation) — связь ряда с самим собой, сдвинутым на шаг. У публичной акции автокорреляция доходностей близка к нулю (рынок эффективен, вчера не

подсказывает завтра). У сглаженного частного ряда автокорреляция первого порядка заметно положительна — 0,3, 0,5, а то и выше. Это и есть улика: доходности **слишком плавные, чтобы быть настоящими**.

Раз есть улика, есть и способ восстановить правду. Процедура называется **де-смузинг** (unsmoothing / desmoothing); каноническую версию для недвижимости предложил Дэвид Гелтнер (David Geltner) в начале 1990-х, но идея переносится на любой сглаженный ряд. Логика: если наблюдаемая доходность — это смесь честной сегодняшней и вчерашней записанной, обратим смесь и вычтем «эхо» прошлого.

Модель сглаживания (Geltner):

$$R_{\text{набл}}(t) = \theta \cdot R_{\text{ист}}(t) + (1-\theta) \cdot R_{\text{набл}}(t-1)$$

Улика: автокорреляция 1-го порядка $\rho_1 \approx 0.5$
(у честного публичного ряда $\rho_1 \approx 0$)

Де-смузинг — «размазанное» разворачиваем обратно:

$$R_{\text{ист}}(t) = [R_{\text{набл}}(t) - \rho_1 \cdot R_{\text{набл}}(t-1)] / (1 - \rho_1)$$

Во сколько раз растёт риск:

$$\begin{aligned} \sigma_{\text{ист}} &\approx \sigma_{\text{набл}} \cdot \sqrt{(1+\rho_1) / (1-\rho_1)} \\ &= 8\% \cdot \sqrt{(1.5 / 0.5)} = 8\% \cdot \sqrt{3} \approx 13.9\% \end{aligned}$$

Цифра говорит сама за себя. Заявленные 8% волатильности после де-смузинга превращаются в ~14% — почти вдвое. И корреляция с рынком, «обнулённая» сглаживанием, после той же процедуры подсказывает: диверсифицирующая магия тускнеет на глазах. Тот самый актив, что сдвигал эффективную границу в главе 18, после честного пересчёта сдвигает её куда скромнее — а иногда почти никуда.

✗ ЧТО ЭТО ЗНАЧИТ ДЛЯ ВАШЕГО ПОРТФЕЛЯ

Если вы строите распределение активов по заявленным сигмам и корреляциям pre-IPO, вы систематически **переоцениваете** пользу диверсификации и **недооцениваете** общий риск портфеля. В спокойные годы это сходит с рук. В кризис отмытая волатильность возвращается вся сразу — и оказывается, что «некоррелированный» актив падал заодно со всеми, просто вы узнали об этом с годовым опозданием.

≈ 0,5	×1,7	↑ ρ	1993
автокорреляция	во столько раз	корреляция с	метод Гелтнера для
сглаженного ряда —	растёт σ после де-	рынком тоже	сглаженных
след обмана	смузинга	перестаёт быть	доходностей
		«нулевой»	

Неликвидность и J-кривая

Сглаженная волатильность — это иллюзия измерения. А есть риск совершенно реальный, отдельный, который никакая математика не смягчает: **неликвидность**.

Публичную акцию в кризис можно продать за секунду — пусть дёшево, но выйти. Из доли pre-IPO выйти нельзя **ни за какие** деньги, пока не случится следующий раунд или IPO. А раунды в кризис как раз и замерзают — ровно тогда, когда деньги нужнее всего.

Это качественно иной риск, чем волатильность. Волатильность — про то, как сильно колеблется цена. Неликвидность — про то, что вы *прикованы к активу* и не управляете моментом выхода. Инвестор, которому в 2008-м или в марте 2020-го срочно понадобился кэш, публичный портфель распродал (с убытком, но распродал), а частный — не смог, и это стоило ему возможностей, которые уже не вернуть. За такой риск положена компенсация — та самая премия за неликвидность из главы 19. Но премия платится не всегда, а взаперти вы сидите всегда.

И финальный сюжет части — форма, в которой частный капитал возвращает деньги. Она называется **J-кривой** (J-curve), и это буквально буква J. В первые годы фонд показывает *минус*: комиссии за управление платятся сразу, деньги вложены, но ещё не выросли, а слабые портфельные компании списывают раньше, чем расцветают сильные. Инвестор, глядя на первую отчётность, видит убыток и нервничает. Потом, к пятому-седьмому году, портфель созревает, начинаются выходы (продажи, IPO), и кривая резко уходит вверх — часто далеко за ноль.

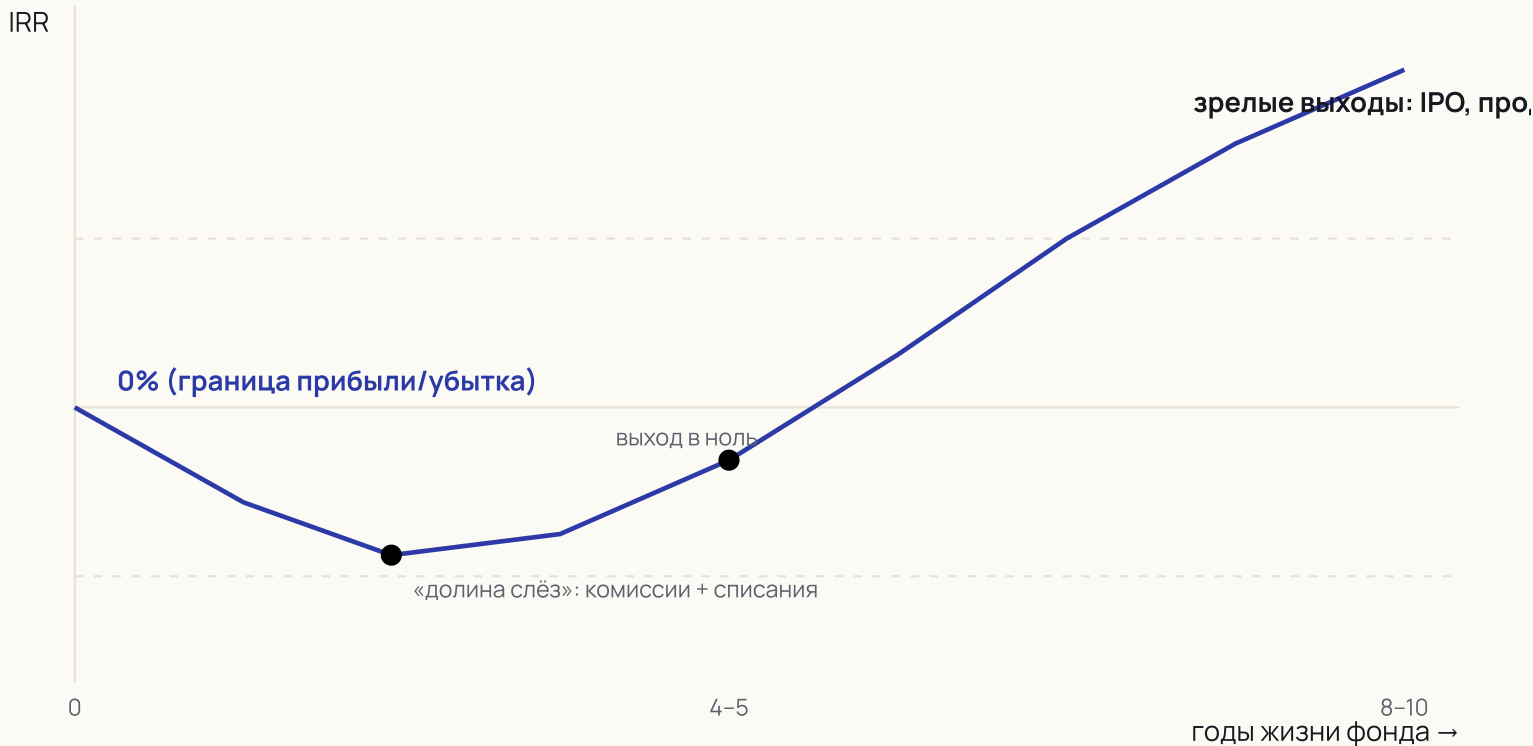


Схема 39. J-кривая доходности фонда: первые годы — «долина слёз» (комиссии, ранние списания), к пятому году — переход через ноль, к десятому — созревшие выходы тянут кривую вверх. Кто пугается провала и выходит на дне — фиксирует худшую точку.

J-кривая — не дефект, а норма жизни частного капитала, и понимать её важно по двум причинам. Во-первых, она задаёт **горизонт**: pre-IPO — это игра на 5–10 лет, а не на пару кварталов; кто судит по первой отчётности, судит по дну ямы. Во-вторых, она объясняет, почему заявленная «плавная гладкая доходность» и реальный путь денег инвестора — не одно и то же: на бумаге линия ползёт вверх, а на счёте несколько лет минус, потом резкий плюс.

▶ ТРИ РИСКА, КОТОРЫЕ ПРЯЧЕТ ОДНА ГЛАДКАЯ ЛИНИЯ

Отмытая волатильность — колебания есть, их просто не показывают. **Скрытая корреляция** — актив падает вместе с рынком, вы узнаете с опозданием.

Неликвидность — выйти нельзя, особенно в кризис. Гладкая восходящая кривая в презентации маскирует все три сразу. Красота графика обратно пропорциональна тому, сколько правды о риске он вам говорит.

Сведём часть про портфель воедино. Марковиц дал критерий: актив ценен, если сдвигает эффективную границу за счёт низкой корреляции. Шарп дал планку требуемой доходности через бету. А эта глава показала, где обе конструкции спотыкаются о реальность pre-IPO: сглаженные оценки врут и про волатильность, и про корреляцию, занижая обе; неликвидность добавляет риск, которого нет в формулах; J-кривая растягивает расплату на годы. Вывод не «держитесь подальше» — частные активы честно двигают границу, просто слабее, чем обещает глянец. Вывод в другом: считайте по де-смузённым числам, закладывайте премию за неликвидность, готовьтесь к «долине слёз» и не принимайте гладкую линию за отсутствие риска. Настоящий диверсификатор от нарисованного отличается ровно тем, что первый переживёт кризис, а второй в кризисе и вскроется.

В двух словах. Оценки pre-IPO обновляются редко и «с оглядкой на прошлое», поэтому доходности выходят сглаженными: измеренная волатильность занижена, а корреляция с рынком кажется почти нулевой — это иллюзия, «отмывание волатильности» (volatility laundering). Улика — положительная автокорреляция ряда; де-смузинг (Гелтнер) возвращает истинный риск, который обычно в 1,5–2 раза выше заявленного, а корреляция с рынком — заметно выше нуля. Неликвидность — отдельный реальный риск: из актива нельзя выйти, особенно в кризис. J-кривая означает, что первые годы фонд в минусе (комиссии, списания), а отдача приходит к 5–10 годам. Считайте по честным, де-смузённым числам — гладкая линия не равна отсутствию риска.

Как встроить pre-IPO в портфель

Сама по себе интересная сделка — это ещё не инвестиция. Инвестицией её делает место в портфеле: сколько денег, из какого кармана, на какой срок и рядом с чем. В этой главе — про арифметику доли, а не про азарт отдельной ставки.

Начнём с честного признания. Большинство разговоров про pre-IPO крутится вокруг одной компании: «а вот SpaceX», «а вот успею ли я в OpenAI». Это разговор охотника, а не управляющего. Управляющий сначала рисует всю поляну — акции, облигации, недвижимость, кэш — и только потом решает, какой ломтик отдать на неликвидные частные истории. Компания важна, спору нет. Но доля важнее: она определяет, переживёте ли вы списание одной ставки спокойно или с бессонницей и продажей квартиры.

Договоримся о рамке. Pre-IPO — это подкласс более широкого семейства, которое в портфельной классике называют **альтернативами**. Туда же попадают венчур, выкупы (buyout), частный кредит, инфраструктура, иногда сырьё и хедж-фонды. Всё это объединяет одно свойство: цену вам не показывает биржа каждую секунду. И именно из этого свойства вырастают все дальнейшие правила.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

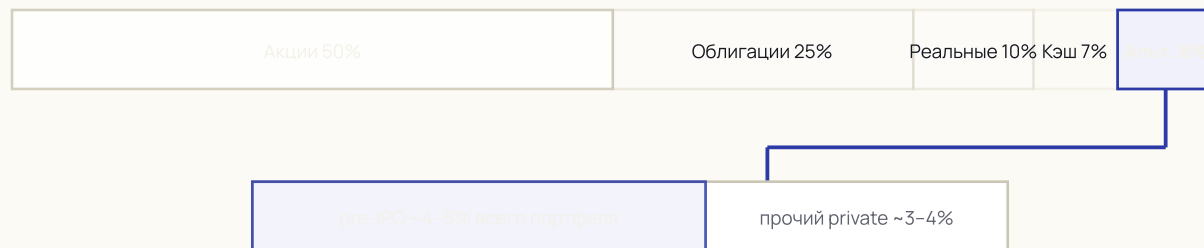
Альтернативные активы

Всё, что лежит за пределами публичных акций, облигаций и денежного рынка: частные компании (венчур, pre-IPO, выкупы), частный долг, недвижимость, инфраструктура, сырьё. Роднит их низкая ликвидность, редкая переоценка и слабая привязка к дневным колебаниям биржи. Pre-IPO — узкая полка внутри этого шкафа, ближе всего к позднему венчуру.

Куда садится pre-IPO: полка «альтернатив»

Представьте портфель как тарелку с несколькими секторами. Крупный — публичные акции, они двигатель роста. Рядом облигации, они гасят тряску и приносят купон. Немного реальных активов — недвижимость, золото. Обязательный ломтик кэша и резервов. И, наконец, тонкий сектор альтернатив, куда мы аккуратно кладём pre-IPO. Вопрос главы — какой толщины этот последний ломтик и как его нарезать внутри.

Розничный портфель: где сидит pre-IPO



Цифры — ориентир для частного инвестора, не рекомендация. Институционал держит альтернатив кратно больше.

Схема 40. Ломтик альтернатив тонкий, а pre-IPO — лишь его часть. Розничная доля скромнее институциональной по причинам, о которых ниже.

Откуда вообще берётся идея держать частные компании в портфеле? От университетских эндаументов. **Модель Йеля**, которую построил Дэвид Свенсен, к концу 2010-х довела долю венчура и частного капитала до трети портфеля и выше — публичных акций США в нём осталось на удивление мало. Логика была такая: у нас вечный горизонт, деньги не нужны завтра, значит мы можем брать премию за неликвидность там, где обычный инвестор паникует. И десятилетиями это работало: доходности эндаументов Йеля и Гарварда обгоняли скучный индекс.



ОТКУДА 30%

Йельский эндаумент к началу 2020-х держал порядка 20–25% в венчуре и ещё столько же в выкупах и других частных стратегиях — суммарно частного капитала под половину фонда. Но у Йеля есть то, чего нет у вас: доступ к лучшим фондам первого квартиля, команда аналитиков, горизонт «навсегда» и отсутствие пенсии, которую надо выплатить в понедельник. Копировать долю, не копируя условия, — классическая ошибка подражания.

Институционалы попроще — пенсионные фонды, страховые, семейные офисы — держат альтернатив обычно в диапазоне **5–20%**, реже больше. И это уже ближе к нам. Но и здесь есть оговорка: у них диверсификация внутри класса измеряется сотнями компаний через десятки фондов. У частного инвестора — хорошо если десяток ставок через пару платформ. Поэтому мой практический вывод простой и, наверное, разочаровывающий любителей острых ощущений: рознице скромнее. Для большинства осмысленный потолок — где-то **от 2 до 10%** всего капитала на pre-IPO, а старт вообще с 2–5%. Не потому что класс плохой, а потому что у вас нет ни доступа Йеля, ни его диверсификации, ни его терпения на бумаге.

2–5%стартовая
доля pre-IPO
для новичка в
классе

10%разумный
потолок для
уверенного
частного
инвестора

**5–
20%**типичная
доля всех
альтернатив у
институционалов

~40%+частный
капитал в
эндаументе
Йеля (не для
копирования)

Деньги, которые не понадобятся 5–10 лет

Есть правило, которое дороже любой аналитики по компаниям: в pre-IPO идут только деньги, которые вам не понадобятся ближайшие 5–10 лет. Не «скорее всего не понадобятся», а точно. Потому что забрать их досрочно нельзя — или можно, но с дисконтом, который съест всю премию. Неликвидность — это не абстракция из учебника, это буквально запертая дверь.

Прежде чем считать долю pre-IPO, соберите портфель слоями снизу вверх. Сначала подушка — три-шесть месяцев расходов на депозите, к которому вы можете дотянуться за час. Потом среднесрочные цели с понятной датой: первый взнос, обучение, ремонт — это облигации и вклады, не акции и уж точно не частные компании. И только то, что осталось сверху, что честно не имеет назначения на десятилетие, — это **терпеливый капитал**, из которого и берётся ломтик pre-IPO.

1

Слой ликвидности

Резерв на 3–6 месяцев жизни. Мгновенный доступ. Сюда pre-IPO не заходит никогда — это ваш кислород.

2

Слой целей с датой

Деньги под конкретные события в горизонте 1–5 лет. Облигации, вклады, короткий долг. Тоже мимо pre-IPO.

3

Слой роста

Публичные акции и фонды — основной двигатель. Ликвидны, их можно продать в плохой день, если совсем прижмёт.

4

Слой терпеливого капитала

То, что переживёт десятилетие без вашего вмешательства. Отсюда — и только отсюда — нарезается доля на альтернативы и pre-IPO.



ПРОВЕРКА НА ЧЕСТНОСТЬ

Задайте себе один вопрос: если эти деньги замрут на семь лет, а на пятый год покажут минус 40% в промежуточной переоценке, я смогу к ним не притрагиваться и не паниковать? Если ответ «нет» — сумма великовата, режьте вдвое. Правильный размер позиции тот, при котором её плохой сценарий не меняет вашу жизнь.

Диверсификация внутри ломтика

Итак, вы решили, что pre-IPO займёт, скажем, 8% портфеля. Дальше начинается вторая, более тонкая работа — нарезать эти 8% так, чтобы одна неудача не обнулила весь класс. Диверсифицировать нужно по четырём осям сразу.

По стадиям. Поздний pre-IPO (компания в шаге от биржи) — это не то же самое, что ставка на раунд В. Первый скучнее и надёжнее, второй лотерейнее и потенциально жирнее. Смешивайте. **По секторам.** ИИ, космос, финтех, биотех живут в разных циклах; если весь ломтик — это модные ИИ-стартапы одного вендора, вы держите не портфель, а одну тему в трёх обёртках. **По годам входа** — об этом отдельно ниже, это ключевая ось. И **по числу компаний** — потому что математика частных рынков беспощадна.

Беспощадность зовётся **степенной закон** (power law). В венчуре и pre-IPO доходность распределена не по колоколу, а с длинным хвостом: горстка сделок приносит почти всё, большинство возвращают примерно ноль или уходят в списание. Это не пессимизм — это устройство рынка. Значит, чтобы поймать тот самый хвост, нужно много ставок. Одна-две компании — это не портфель, это ставка в казино с приятной легендой.

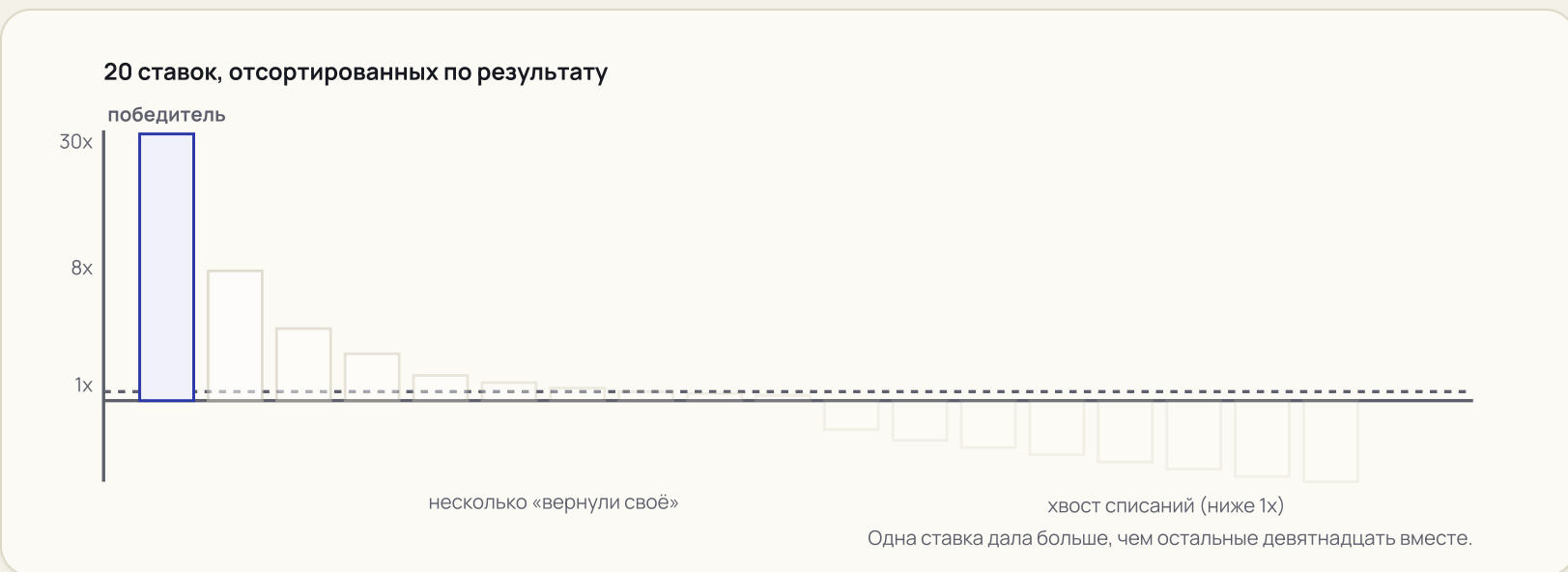


Схема 41. Степенной закон в действии: результат класса делает малое число сделок. Отсюда — нужно много попыток, чтобы статистически поймать одну крупную.

Сколько это «много»? На частных рынках хвост толстый, и чтобы с приличной вероятностью зацепить хотя бы одного крупного победителя, разумный ориентир — **от 15 до 30 компаний** в зрелом ломтике. Это не значит завтра; это цель, к которой идут годами. И тут же вылезает практическая проблема, о которой скажу в следующей главе: если минимальный чек большой, а денег на pre-IPO у вас немного, набрать 20 имён невозможно физически — и тогда честнее идти через фонд или синдикат, где диверсификация уже встроена.

Третья ось — **винтажная диверсификация** (vintage diversification), то есть распределение входов по годам. Год входа в частных рынках называют винтажем, как у вина. И как вино, винтажи бывают удачные и провальные — вход на пике оценок 2021 года и вход в тишине 2023-го дали совершенно разный результат при тех же компаниях. Беда в том, что заранее вы не знаете, какой год окажется дорогим, а какой дешёвым. Лекарство банально: не заходите всей суммой в один момент.

Лестница винтажей: вход по годам — выход по годам

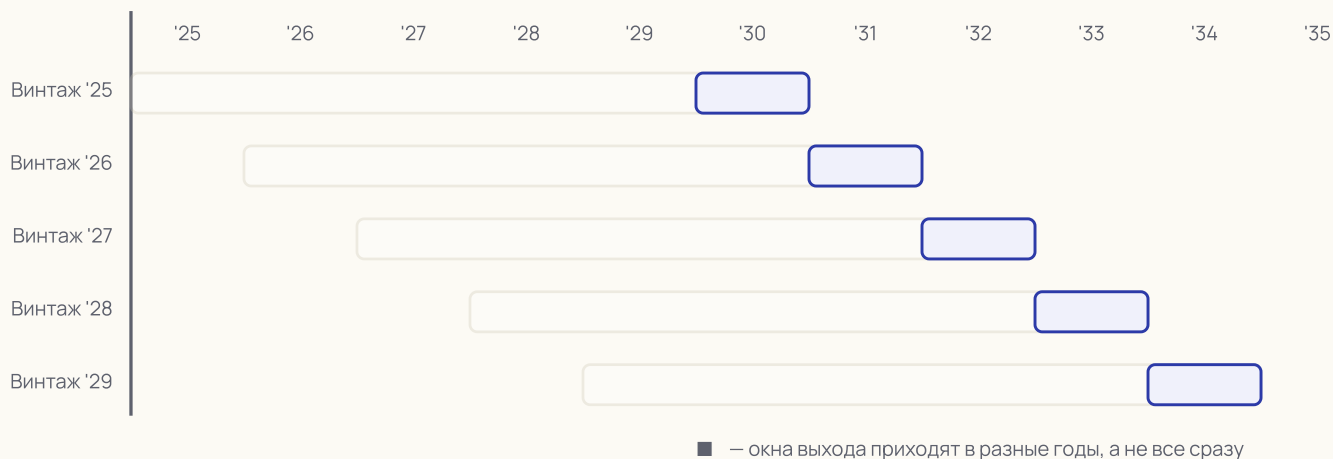


Схема 42. Разнося входы по календарю, вы усредняете год-фактор и получаете растянутый поток выходов вместо одного всё-или-ничего момента.

Лестница и что это даёт портфелю

Практический инструмент, который склеивает всё вышесказанное, называется **лестница** (laddering). Вместо того чтобы весной вбухать все деньги на pre-IPO в одну модную сделку, вы заранее решаете: каждый год я откладываю на этот класс фиксированную сумму и захожу в две-три новые компании. Через пять лет у вас автоматически набегает 10–15 имён пяти разных винтажей. Никакого героизма, чистая дисциплина — как усреднение стоимости, только для неликвидного класса.

▶ ЛЕСТНИЦА НА ПАЛЬЦАХ

Портфель 10 млн, целевая доля pre-IPO — 8%, то есть 800 тыс. Не входим сразу. Пять лет по ~160 тыс. в год, по 2–3 компании за год. К пятому году — около 12 имён, пять винтажей, несколько секторов. Первый винтаж уже начинает подходить к выходу, и его распределения можно реинвестировать в новый винтаж. Механизм сам себя подкармливает.

Теперь — обещанная арифметика: что добавление pre-IPO делает с профилем портфеля. Возьмём базу «60 акций / 40 облигаций» и сравним с «55 / 35 / 10 pre-IPO». Цифры доходностей и рисков ниже — грубые ориентиры для иллюстрации

механики, а не прогноз; частные компании непредсказуемы, и любая из этих ставок может уйти в ноль.

Показатель	60 / 40	55 / 35 / 10 pre-IPO
Ожидаемая доходность (ориентир)	5,4%	6,2%
Волатильность «по отчётам»	10,0%	10,4%
Волатильность «по-честному» (без сглаживания)	10,0%	~12,6%
Ликвидность класса	полная	заперто на 5–10 лет

На бумаге картинка соблазнительная: доходность подросла почти на процент, а «отчётная» тряска — всего на полпроцента. Похоже на бесплатный обед. Но обеда нет, и вот почему. Частные активы переоценивают редко и мягко — раз в квартал, «по последнему раунду». Из-за этого их измеренная волатильность искусственно занижена: цена просто не мигает каждый день, как биржевая. Это называется **сглаживание** (smoothing). Если распрямить его и оценить настоящую экономическую тряску, риск портфеля с pre-IPO оказывается заметно выше отчётного — в нашем примере около 12,6% вместо уютных 10,4%.

Отчётная волатильность 55/35/10:

$$\begin{aligned}\sigma^2 &= 0,55^2 \cdot 16^2 + 0,35^2 \cdot 5^2 + 0,10^2 \cdot 22^2 \\ &+ \text{перекрёстные члены (корр. } 0,1 \text{ и } 0,5) \\ &\approx 107,8 \rightarrow \sigma \approx 10,4\%\end{aligned}$$

Та же смесь, но «честная» волатильность pre-IPO 45% и корреляция с акциями 0,7 вместо 0,5:

$$\sigma^2 \approx 159,3 \rightarrow \sigma \approx 12,6\%$$

Вывод: сглаживание маскирует ~2 п.п. настоящего риска.



ДИВЕРСИФИКАТОР ИЛИ КОСМЕТИКА?

Pre-IPO действительно чуть добавляет доходности и слабо коррелирует с биржей в отчётах. Но часть этой «низкой корреляции» — оптическая иллюзия от редкой переоценки. Считайте, что настоящий риск ломтика выше того, что рисует отчёт, и не соблазняйтесь красивой цифрой волатильности как поводом увеличить долю. Премия за неликвидность реальна; бесплатный обед — нет.

Соберём главу в одну мысль. Pre-IPO входит в портфель не как отдельная блестящая сделка, а как тонкий, дисциплинированно нарезанный ломтик альтернатив: скромная доля от терпеливого капитала, разложенная по стадиям, секторам, годам и десяткам компаний, набираемая лестницей год за годом. Сделайте это правильно — и один провал станет строчкой в отчёте, а не событием в вашей жизни. А как управлять этими ставками дальше и как из них выходить — следующая глава.

В двух словах

- ◆ Pre-IPO — узкая полка внутри «альтернатив»; сначала рисуйте весь портфель, потом решайте про долю.
- ◆ Модель Йеля (частного капитала под половину фонда) — не для копирования: у вас нет ни доступа, ни диверсификации, ни вечного горизонта. Рознице скромнее — ориентир 2–10%.
- ◆ В pre-IPO идут только деньги, которые точно не понадобятся 5–10 лет, — из слоя терпеливого капитала, поверх подушки и целей.
- ◆ Из-за степенного закона нужно много ставок: ориентир 15–30 компаний, разнесённых по стадиям, секторам и винтажам.
- ◆ Лестница (вход по годам) усредняет винтаж-фактор и растягивает выходы. 10% pre-IPO слегка поднимает доходность, но настоящий риск выше отчётного из-за сглаживания.

Управление рисками и выходами

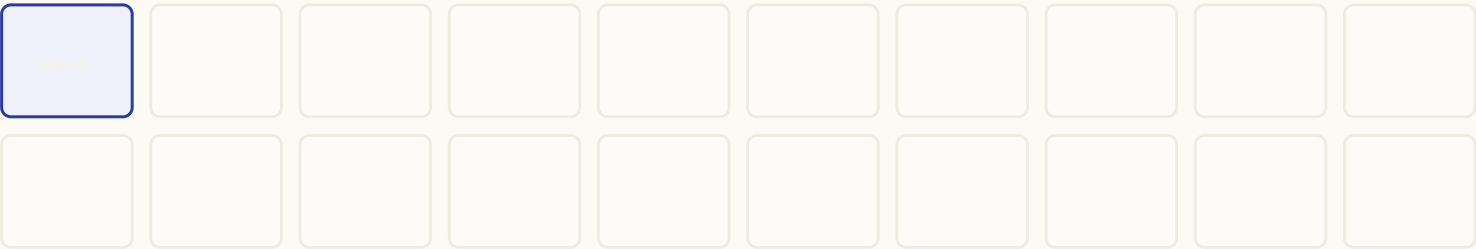
Купить долю в частной компании — это первый ход, а не партия. Дальше начинается долгая игра: держать размер под контролем, пережить годы тишины, дожидаться одного из четырёх выходов и не наделать глупостей по дороге. Об этом — глава.

Есть неприятная правда про pre-IPO: момент покупки — самый простой и самый переоценённый этап. Азарта много, кнопка «инвестировать» яркая. А всё интересное происходит потом, годами, без фанфар: компания растёт или буксует, оценка гуляет, деньги заперты, а вы сидите и ничего не можете сделать. Управление здесь — это не про сделки, а про размер, терпение и заранее продуманный выход.

Сайзинг: сколько ставить на одну компанию

Первый и главный рычаг риска — размер позиции (sizing). В классе, где нормальный исход отдельной ставки — ноль, вопрос «сколько положить в эту компанию» важнее вопроса «в какую компанию». Правило грубое, но спасительное: ни одна частная компания не должна весить столько, чтобы её списание меняло вашу финансовую жизнь. Обычно это означает потолок в районе **1–2% всего капитала** на одно имя — а внутри ломтика pre-IPO стремитесь к примерно равным долям, а не к одной жирной «любимой» ставке.

Ломтик pre-IPO = 20 равных ячеек, одна компания — одна ячейка



Если ломтик = 8% портфеля и в нём 20 равных имён, то одно имя $\approx 0,4\%$ всего капитала. Списание — царапина, а не рана.

Схема 43. Сайзинг наглядно: равные ячейки не дают ни одной компании перерасти в позицию, способную обвалить весь класс.

Здесь всплывает та самая практическая ловушка, которую я обещал. Диверсификация требует много имён, а частные сделки часто продаются крупными чеками. Посчитаем.

Портфель: 10 000 000
Доля pre-IPO (8%): 800 000
Цель по числу имён: 20
Идеальный чек: 40 000 на имя

Минимальный чек площадки: 100 000
Реально доступно имён: $800\,000 / 100\,000 = 8$

Итог: диверсификации на 20 имён не хватает.
Выход: фонд/синдикат/SPV с готовой корзиной, либо площадка с малым чеком, либо меньше самому.

Мораль расчёта простая. Если денег на класс немного, а чеки крупные, честная диверсификация в одиночку недостижима — и тогда правильный ход не «возьму три имени пожирнее», а «пойду через фонд или синдикат», где два десятка компаний уже сложены в одну корзину. Гнаться за концентрацией из-за нехватки бюджета — прямой путь повторить степенной закон, но с неправильной стороны хвоста.

Горизонты, неликвидность и четыре двери выхода

Деньги в pre-IPO заперты. Это не фигура речи: пока компания частная, продать долю нельзя по щелчку, а вторичный рынок узкий и с дисконтом. Поэтому форму денежного потока инвестора рисует не он сам, а компания — своими раундами и своим выходом. Классическая картинка называется **J-кривая**: сначала вы платите (входы, иногда докапитализации), потом долго ничего, а распределения приходят позже и, если повезло, с горкой.

Денежный поток инвестора во времени (J-кривая)

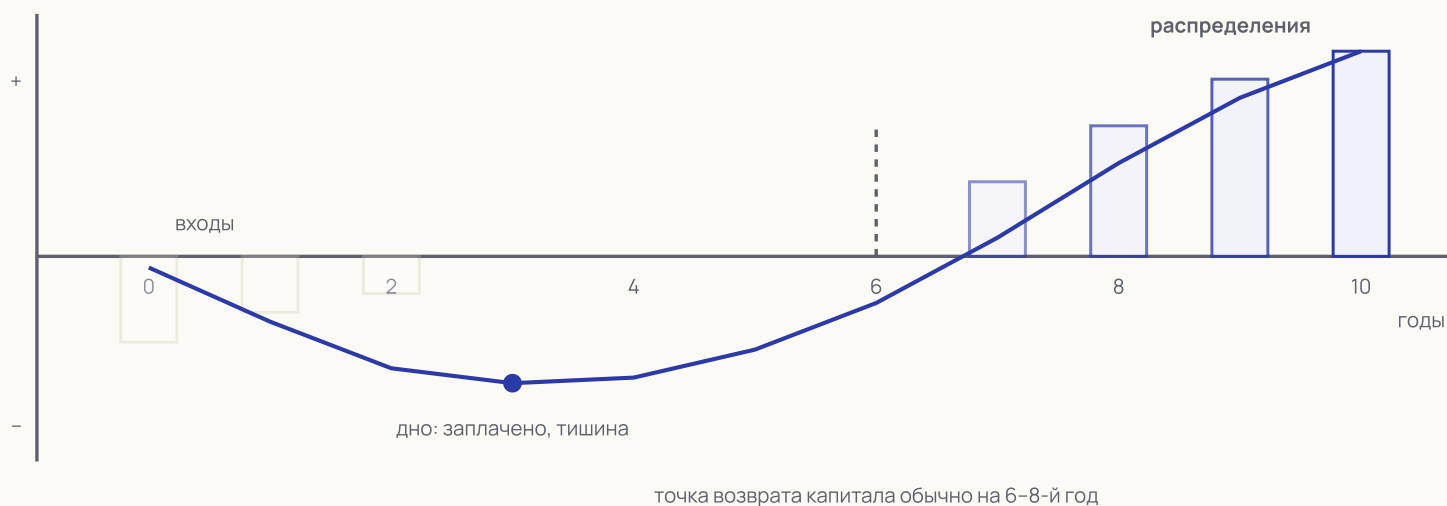


Схема 44. Сначала минус и тишина, потом, если сложилось, — поток вверх. Планируйте жизнь так, будто дна на пятый год не существует для ваших расходов.

Теперь про сами двери. Выйти из частной позиции можно ровно четырьмя способами, и вероятность каждого стоит держать в голове ещё на входе.

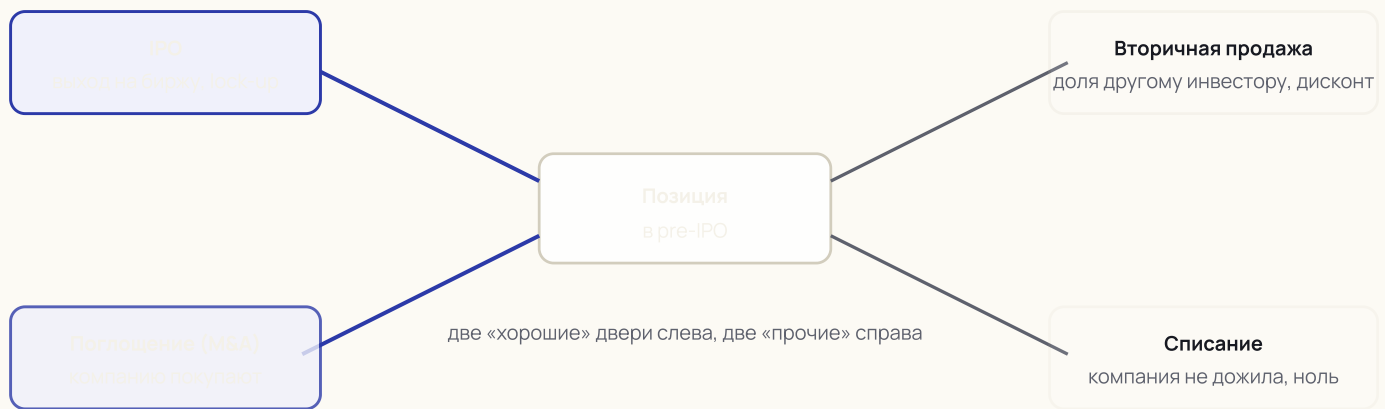


Схема 45. Четыре двери выхода. IPO и поглощение приносят ликвидность на условиях компании; вторичка — раньше, но с дисконтом; списание — сценарий, который надо закладывать заранее.

- **IPO.** Мечта, но с нюансом: после размещения обычно есть **lock-up** — 90–180 дней запрета на продажу. Цена на открытии может быть ниже последнего частного раунда. «Дошли до биржи» не равно «зафиксировали прибыль».
- **Поглощение (M&A).** Компанию покупает стратег или фонд. Часто самый частый реальный выход. Деньги приходят разом, иногда часть — акциями покупателя.
- **Вторичная продажа.** Продать долю другому инвестору, не дожидаясь события. Быстро, но с дисконтом к «справедливой» оценке — платите за ликвидность, которой у класса нет.
- **Списание.** Дверь, в которую по статистике уходит немалая часть имён. Ноль. Именно поэтому сайзинг и диверсификация из прошлой главы — не занудство, а страховка.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ

Down-раунд

Новый раунд финансирования по оценке ниже предыдущего. Например, было 10 млрд, стало 6 млрд — минус 40%. Сигнал, что рынок или бизнес охладели. Опасен не столько цифрой, сколько условиями: у поздних инвесторов часто есть **ликвидационная преференция** и защита от размытия, и при плохом выходе ранние акционеры получают крохи после того, как поздним вернут вложенное.

Что делать при down-раунде? Не паниковать и не «усредняться» на автомате. Сначала спросите: тезис ещё жив или сломался? Падение оценки на общей коррекции рынка — это одно; падение из-за того, что продукт не пошёл и клиенты уходят, — совсем другое. Затем прочитайте условия нового раунда: есть ли **full ratchet** (жёсткая защита новых денег за счёт старых) или мягкий **weighted average** — от этого зависит, сколько вообще останется вашей доле при выходе. И только потом решайте: досыпать, сидеть или выходить через вторичку с убытком, пока не стало хуже.

✗ «ПОСЛЕДНИЙ РАУНД» — ЭТО НЕ ВАША ЦЕНА

Оценка «по последнему раунду» — самая обманчивая цифра в частных рынках. Она отражает условия сделки поздних инвесторов с их предпочтениями, а не то, что получите вы при выходе. Компания может годами стоять «40 млрд по последнему раунду» и при продаже за 20 млрд оставить ранним акционерам почти ничего — сначала расплатятся с теми, у кого преференция. Не считайте бумажную оценку своими деньгами.

Налоги, ребалансировка и трение

Про налоги — без привязки к конкретной стране, только принципы, а детали проверяйте у своего консультанта. Первое: почти везде долгосрочное владение облагается мягче, чем краткосрочная спекуляция, а pre-IPO по определению долгосрочно — это в вашу пользу. Второе: в разных юрисдикциях бывают целевые льготы на инвестиции в молодые компании. Хрестоматийный пример — американская **QSBS** (Qualified Small Business Stock, секция 1202): при соблюдении условий (C-corp, небольшие активы на момент выпуска, держать не менее пяти лет) часть прибыли выводится из-под налога вплоть до крупных лимитов. Это не универсальный рецепт, а иллюстрация того, что структура и срок владения умеют экономить деньги — узнавайте, что есть в вашей стране.



ПРИНЦИП, А НЕ ИНСТРУКЦИЯ

Три налоговые мысли, которые работают почти везде: долгий срок владения обычно дешевле короткого; льготы под молодые компании существуют, но требуют формы и терпения; налог считается по факту выхода, а не по бумажной переоценке — промежуточный «рост оценки» деньгами вам не облагают и деньгами же не приносит.

Ребалансировка неликвидного класса — отдельная головная боль. В обычном портфеле разъехавшиеся доли подрезают продажей: акции выросли — часть продал, купил облигаций. С pre-IPO так нельзя: продать нечего, дверь заперта. Поэтому ребалансировку делают *потоками*, а не сделками. Класс перерос целевую долю — новые входы паузим и направляем свежие деньги в другие корзины. Класс просел — подкармливаем его новыми винтажами. Та самая лестница из прошлой главы и есть встроенный механизм мягкой ребалансировки. А если перекос стал совсем неприличным и терпеть нельзя — есть вторичка, но помните про дисконт: выходить из неликвида в спешке всегда дорого.

Ошибки, психология и чек-лист

Теперь про грабли, разложенные по этому полю особенно щедро. Я собрал самые дорогие.

- **Перекос.** Одна «гениальная» компания на половину ломтика. Работает ровно до первого списания, после которого весь класс в минусе, а вы — в отрицании.
- **FOMO.** Заход в модную сделку на пике оценок, потому что «все берут» и «а вдруг это следующий единорог». Дорогой винтаж рождается именно из этого чувства.
- **Вера в «последний раунд».** Считать бумажную оценку деньгами и радоваться росту, которого при выходе не окажется.
- **Игнор комиссий и carry.** Через фонды и SPV с вас берут management fee и долю прибыли (carry). На длинном горизонте это заметно стачивает результат — считайте нетто, а не гросс.
- **Нехватка терпения.** Выход через вторичку с дисконтом на четвёртый год из скуки или тревоги — прямо перед тем, как J-кривая пошла бы вверх.

И самое недооценённое – психология долгого удержания. У pre-IPO нет бегущей строки, и это одновременно благословение и проклятие. Благословение: вы не дёргаетесь на дневном шуме, которого попросту не видите. Проклятие: за годы тишины вера тает, а редкие новости — особенно промежуточная переоценка вниз — бьют по нервам без возможности «просто продать и забыть». Семь-десять лет — это долго. За это время сменятся рыночные моды, вы сто раз пожалеете и сто раз передумаете. Побеждает тут не самый умный, а самый спокойный: тот, кто заранее принял неликвидность как условие сделки, а не как неприятный сюрприз.

◆ ЧЕК-ЛИСТ УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ

Пройдитесь по нему до входа и раз в год — после:

- Ни одна компания не весит больше 1–2% всего капитала?
- В ломтике идёт к 15–30 имён, разложенных по стадиям, секторам и винтажам?
- Эти деньги точно не понадобятся 5–10 лет, и подушка с целями закрыты отдельно?
- Я знаю все четыре двери выхода и грубые шансы каждой для этой сделки?
- Я читал условия раунда — преференции, защиту от размытия — а не только оценку?
- Я считаю результат нетто, после комиссий и carry?
- Я готов увидеть промежуточный минус 40% и не продать в панике?

Свести главу к одной установке. Риском в pre-IPO управляют не тогда, когда компания падает, а тогда, когда вы решаете размер позиции и планируете горизонт. Держите долю маленькой, имён — много, деньги — терпеливыми, выходы — заранее продуманными, а нервы — на коротком поводке. Тогда неликвидность станет вашим союзником: она берёт премию за то, что большинство не выдерживает тишины. Выдержите — и заплатят вам.

В двух словах

- ◆ Сайзинг важнее выбора компании: потолок 1–2% капитала на имя, внутри ломтика — равные доли, а не одна «любимая» ставка.
- ◆ Мало денег плюс крупные чеки = диверсификации не хватит; тогда честнее идти через фонд или синдикат с готовой корзиной.
- ◆ Деньги заперты на годы (J-кривая): сначала платите и ждёте, распределения приходят на 6–8-й год. Планируйте так, будто дна для ваших расходов нет.
- ◆ Четыре двери выхода — IPO (с lock-up), поглощение, вторичка (с дисконтом), списание. При down-раунде проверяйте тезис и условия, а не усредняйтесь на автомате.
- ◆ Долгий срок обычно дешевле по налогам, льготы вроде QSBS существуют; ребалансируйте потоками, а не продажами. Главные враги — перекос, FOMO, вера в «последний раунд» и нехватка терпения.

06

— ЧАСТЬ ШЕСТАЯ

Практика и будущее

Как инвестору реально войти в pre-IPO: доступ, минимумы, аккредитация, платформы и комиссии. Чек-лист due diligence, красные флаги — и куда движутся частные рынки: токенизация, розничный доступ, регулирование.

23 · Доступ

24 · Due diligence

25 · Будущее

Как инвестору получить доступ

Двадцать лет назад войти в непубличную компанию до биржи можно было двумя способами: быть венчурным фондом или быть другом основателя. Сегодня дверей стало шесть. Правда, у каждой свой швейцар, свой билет и своя пошлина на выходе.

Начну с неприятной правды. Доступ к pre-IPO — это не про то, «где купить». Купить сегодня можно почти везде. Вопрос в том, что именно вы покупаете, сколько у вас снимут по дороге и кто окажется по ту сторону сделки. Розничному инвестору продают ощущение, что он теперь «как большие фонды». На деле он часто получает третью производную от доли — обёртку внутри обёртки, — заплатив за это как за первую.

Поэтому разберём вход честно: сначала карта путей, потом пропускной контроль (аккредитация, минимумы, локапы), и в конце — самое болезненное, комиссии, которые тихо съедают ваши иксы, пока вы любуетесь ростом «на бумаге».



ОТКУДА ВЗЯЛИСЬ ДВЕРИ

Ещё в нулевые частный рынок был закрытым клубом: чтобы вложиться в непубличную компанию, нужно было быть венчурным фондом или его вкладчиком. Американский JOBS Act 2012 года ослабил правила привлечения капитала и подтолкнул рост площадок вторичного рынка, а инфраструктура SPV сделала возможным дробление крупных чеков. За десятилетие клуб оброс проходными для тех, у кого раньше не было ни фонда, ни связей. Проходные не бесплатные — но они появились.

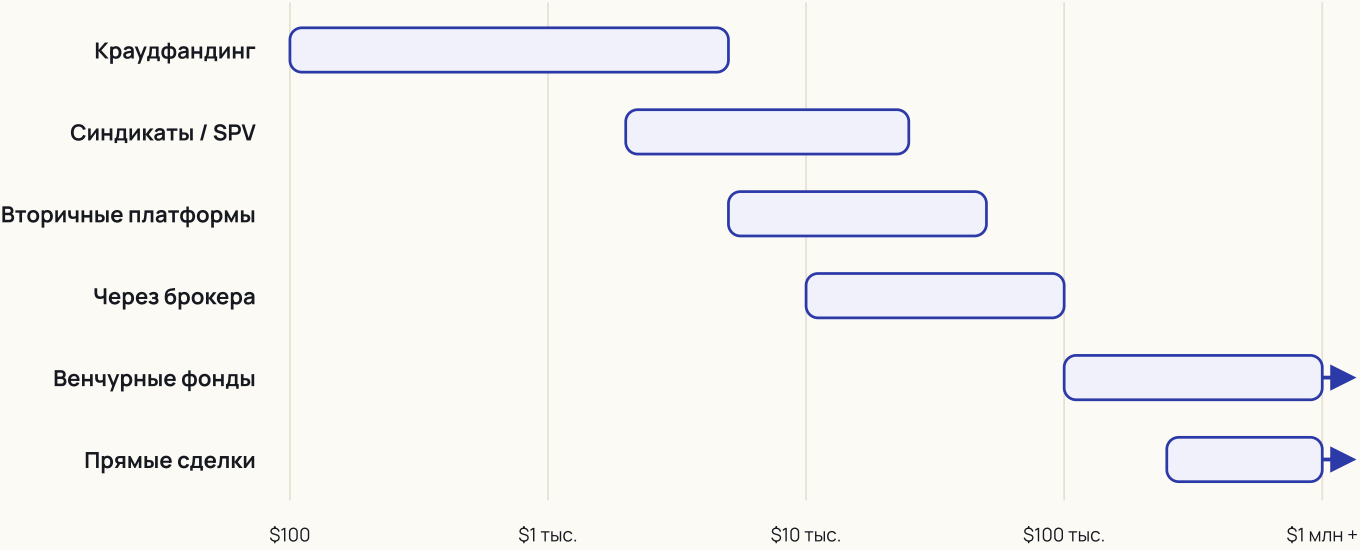
Шесть дверей в одну комнату

Все пути ведут к одному активу — доле в частной компании. Различаются они размером чека, которого от вас ждут, и тем, сколько посредников стоит между вами и реальными акциями. Грубое правило: чем меньше чек, тем больше слоёв — и тем дороже каждый слой в процентах.

- 1. Прямые сделки.** Вы покупаете акции напрямую у компании (primary) или у сотрудника/раннего инвестора (secondary). Лучшие условия, никаких лишних ртов. Но нужны связи, крупный чек и готовность самому вести юридическую часть. Это дверь для тех, кто уже внутри индустрии.
- 2. Синдикаты и SPV.** Лид собирает пул инвесторов в отдельную компанию-прокладку (SPV, *special purpose vehicle*), и уже она держит долю. Классика — AngelList. Порог падает до нескольких тысяч, DD за вас делает лид. Плата — carry, доля лида в прибыли.
- 3. Платформы вторичного рынка.** Forge, EquityZen, Nasdaq Private Market. Здесь торгуются доли зрелых, известных компаний — тех самых «единорогов». Имена узнаваемые, но нужна аккредитация, а спред и комиссии платформы заметны.
- 4. Венчурные фонды и фонды фондов.** Вы отдаёте деньги профессионалам, они собирают портфель. Диверсификация и экспертиза — но «2 и 20», десятилетний локап и полное отсутствие права выбирать сделки.
- 5. Краудфандинг.** Republic, Wefunder и подобные площадки по механике Reg CF пускают даже неаккредитованных — с порогом в десятки долларов. Расплата — ранняя стадия, слабое раскрытие и выживаемость как у мальков.
- 6. Pre-IPO через брокера.** Готовые «упакованные» продукты от брокеров и private-банков. Удобно и с сопровождением, но нередко это forward-структуры с двойными комиссиями и встроенным конфликтом интересов.

Границы между дверями размыты. Одна и та же компания может продаваться и через SPV на AngelList, и на вторичной платформе, и внутри венчурного фонда — по разной цене и с разным набором комиссий. Один и тот же риск, упакованный по-разному, стоит по-разному. Поэтому «где купить» — вопрос вторичный. Первичный — «через сколько рук пройдут мои деньги и во что мне обойдётся каждая пара рук».

Размер типичного чека — и сколько посредников между вами и акцией



Шкала логарифмическая. Пороги ориентировочные: многие площадки поднимают минимум для «горячих» имён.

Схема 46. Чем левее ваш чек, тем ниже порог входа — но и тем больше обёрток стоит между вами и реальной бумагой. Прямые сделки справа: дорого, зато напрямую.

Канал	Типичный минимум	Плюсы	Минусы
Краудфандинг (Republic, Wefunder)	от \$50–100	Открыт неаккредитованным; низкий порог; можно «пробовать»	Ранняя стадия, высокий риск, слабое раскрытие, тонкий вторичный рынок
Синдикаты и SPV (AngelList)	от \$1–5 тыс.	Доступ к конкретной сделке; DD делает лид; узкий фокус	Carry лида (обычно ~20%); вы полагаетесь на чужое суждение
Вторичные платформы (Forge, EquityZen, Nasdaq PM)	от \$5–25 тыс.+	Зрелые, известные компании; какая-то ликвидность	Нужна аккредитация; спред и комиссии; данных мало
Pre-IPO через брокера	от \$10 тыс.	«Упаковано» и с сопровождением	Двойные комиссии; forward-структуры; конфликт интересов
Венчурные фонды / фонды фондов	от \$100 тыс.–\$1 млн+	Диверсификация; управляют профи; доступ к топ-сделкам	«2 и 20»; локап 8–12 лет; вы не выбираете компании
Прямые сделки	от \$250 тыс.+	Лучшие условия; никаких лишних посредников	Нужны связи; юр-издержки на вас; сами ведёте DD

Пропуск на входе: аккредитация, минимумы, локап

Прежде чем вас пустят к большинству этих дверей, спросят статус. Регуляторы исходят из идеи, что человек с деньгами или профильными знаниями сам разберётся с рисками, а неподготовленного надо беречь от неликвидных ставок. Спорная логика (деньги и ум не всегда рядом), но правила такие.

Аккредитованный инвестор (accredited investor)

Американский статус. Как правило — годовой доход от \$200 тыс. (или \$300 тыс. на семью) два года подряд, либо чистые активы свыше \$1 млн без учёта основного жилья. С 2020 года к ним добавили обладателей ряда профессиональных лицензий — деньги перестали быть единственным критерием.

Квалифицированный инвестор

Российский аналог: статус, который даёт брокер по формальным признакам — размер активов (порядка 6 млн рублей и выше), обороты на рынке, профильные аттестаты или образование. Открывает доступ к инструментам, закрытым для «неквалов».

Дальше — **минимальный чек**. Он отсекает не хуже статуса. Фонды с порогом в сотни тысяч физически недоступны большинству, и весь смысл SPV и платформ — раздробить этот порог. Но дробление не бесплатно, о чём ниже.

И третье — **локап (lock-up)**, срок, на который деньги заперты. В прямой доле он неявный: продать её просто некому и негде. В фонде — жёсткий и длинный: 8–12 лет, пока фонд не распродаст портфель. Даже после IPO компании обычно действует пост-IPO локап на 90–180 дней, когда ранние держатели не могут выйти. Планируя вход, планируйте, что эти деньги вы не увидите годами. Не «может быть». А по умолчанию.

Стоит понимать, что этот пропускной контроль защищает так себе. Богатство и финансовая грамотность — разные вещи; порог по активам пускает наследника и не пускает опытного аналитика без миллиона на счету. Регуляторы это признают и потихоньку добавляют «знаниевые» критерии — лицензии, аттестаты. Но пока формальный статус остаётся главным ключом, и первое, что делает любая площадка, — просит подтвердить, что вы имеете право здесь находиться.

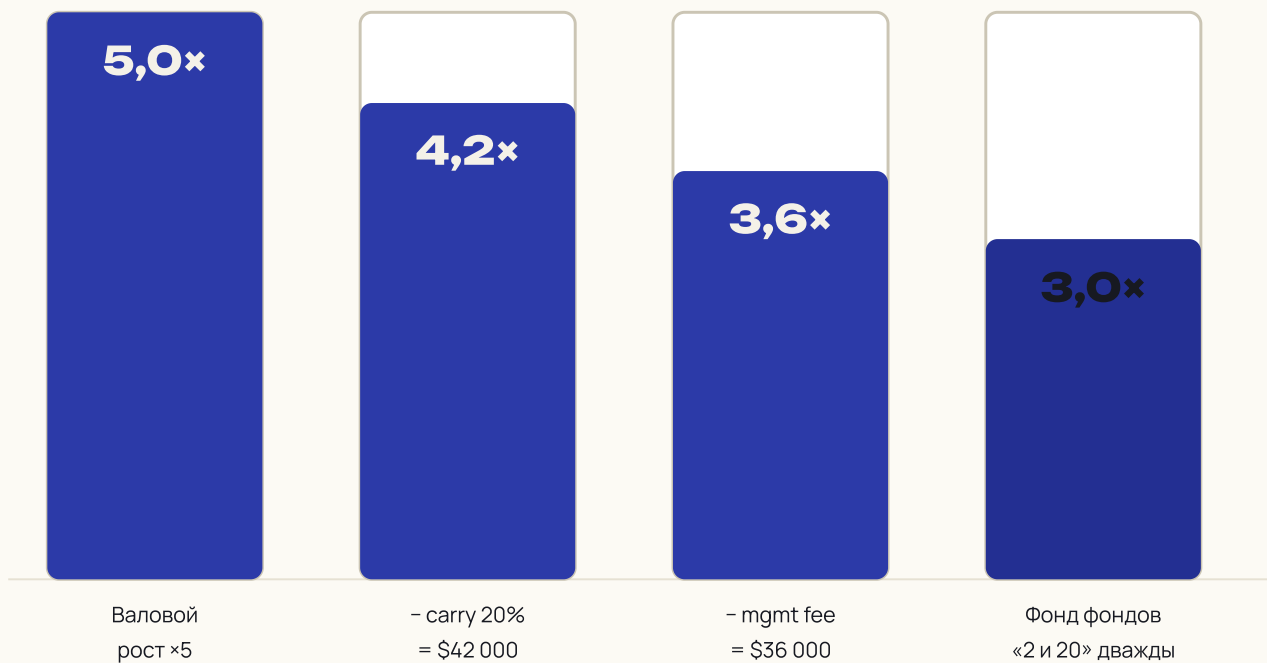
Часть «pre-IPO» продуктов — это форвардные контракты: вам обещают выплату, привязанную к будущей цене акции, но самой акции у вас нет. Вы держите обязательство контрагента. Обанкротится он до IPO — и ваше «право на upside» встанет в общую очередь кредиторов. Всегда выясняйте: я покупаю бумагу или обещание про бумагу?

Куда утекают ваши иксы: комиссии

Теперь то, о чём в рекламных лендингах пишут мелким шрифтом. Комиссии в частных рынках устроены так, что на растущей позиции они почти незаметны — их берут из прибыли, а прибыль ведь есть. Психологически не жалко. Арифметически — очень зря.

Каноническая структура — «2 и 20»: 2% в год от размера активов (*management fee*) плюс 20% от прибыли (*carry, carried interest*). Первое — за то, что фонд работает. Второе — за то, что он заработал. Каждый слой посредников добавляет свою пару чисел, и в фонде фондов вы платите «2 и 20» дважды: один раз верхнему управляющему, второй — нижним фондам.

Посчитаем на пальцах. Вы вложили **\$10 000** в SPV. Компания выросла в 5 раз — позиция стоит **\$50 000** «на бумаге». Красиво. А теперь пропустим это через комиссии:



Пунктирный контур — «мечта» на 5×. Синяя заливка — то, что реально доходит до вас.

Схема 47. Пятикратный рост компании превращается в трёхкратный рост вашего капитала — и это без единой ошибки в выборе. Просто по дороге стояли турникеты.

- **Только carry (20%).** Прибыль \$40 000, управляющий берёт пятую часть — \$8 000. Вам остаётся \$42 000. Было 5,0× — стало 4,2×.
- **Плюс management fee.** Ещё ~2% в год пять лет и разовый setup — минус несколько тысяч. Итог около \$36 000, то есть 3,6×.
- **Фонд фондов.** Тот же рост через двойной слой «2 и 20» усыхает примерно до 3,0× — \$30 000.

Вдумайтесь: компания выросла впятеро, вы всё угадали, а капитал утроился, а не упятерился. Разница — \$20 000 из \$50 000 — это плата посредникам за то, что вы вложили \$10 000. И это на *выигрышной* сделке. На *проигрышной* management fee продолжает капать, пока актив тихо обнуляется.

И это ещё чистая арифметика carry. На вторичных платформах добавляется **спред** — разрыв между ценой продавца и покупателя, который в неликвидном рынке бывает шире, чем на бирже в разгар паники. Плюс комиссия площадки за сделку, плюс административные сборы SPV за ведение прокладки год за годом. По отдельности каждая — «всего пара процентов». Вместе они образуют слой, о котором в момент входа никто не думает, а на выходе думать уже поздно.

Справедливости ради, carry — не грабёж. Это плата за работу и за согласование интересов: управляющий зарабатывает тогда, когда зарабатываете вы. Беда начинается, когда слоёв два-три, carry берут все, а реальную работу — выбор и сопровождение сделки — делает кто-то один. Тогда вы платите несколько за труд одного. Именно поэтому фонды фондов удобны новичку и разорительны для доходности: комфорт стоит ровно ту вторую «двадцатку», что незаметно капнула сверху.

Для сравнения: индексный биржевой фонд возьмёт с вас доли процента в год и ничего с прибыли. Разница с «2 и 20» на длинном горизонте измеряется не процентами, а разами итогового капитала. Это не значит, что частные рынки не стоят своих денег, — лучшие сделки окупают любые комиссии. Это значит, что планка требований к сделке в private markets должна быть выше ровно на величину этих комиссий.

2%/
ГОД

management fee — берётся с активов независимо от результата

20%

carry — доля управляющего в прибыли

×2

слои комиссий в фонде фондов

5→3

во столько «ИКС» превращается ваш «ИКС»



ПРАВИЛО ГИГИЕНЫ

Прежде чем считать потенциальную доходность, посчитайте *нетто* — после всех комиссий, спредов и carry. Если продавец показывает вам только валовые иксы, он показывает не вашу доходность, а свою презентацию.

Как выбрать свою дверь

Единственно правильной двери нет — есть подходящая под чек, аппетит к риску и готовность копать самому. Логика простая.

Ниже — не универсальный рецепт, а способ рассуждать. Прогоните любую возникшую возможность через пять вопросов, и половина «уникальных шансов» отсеется сама.

1 Определите чек и горизонт

Сколько вы готовы запереть на 5–10 лет и спокойно потерять целиком. Эта сумма — верхняя граница вашего входа, а не «пока».

2 Проверьте статус

Аккредитация или квалификация закрывают или открывают половину каналов ещё до разговора о деньгах.

3 Считайте нетто-комиссии

Сложите management fee за все годы, carry и спред площадки. Сравнивайте каналы по итогу «в кармане», а не по рекламному иксу.

4 Выберите слой посредников

Меньше денег и времени на анализ — платите фонду или лиду за работу. Есть чек и связи — идите прямее и дешевле.

5 Прочтите, что именно вы покупаете

Акция, доля в SPV или форвард? От ответа зависит, что у вас останется, если контрагент споткнётся.

И последнее по счёту, но не по значимости: не гонитесь за дверью только потому, что она открылась. Доступность — не то же самое, что уместность. То, что вам теперь можно купить долю в громкой компании за пять тысяч, ещё не делает это лучшим применением вашим пяти тысячам. Иногда самая разумная дверь — та, в которую вы сознательно решили не заходить.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Дверей в pre-IPO шесть: прямые сделки, SPV-синдикаты, вторичные платформы, фонды, краудфандинг и продукты брокеров. Чем меньше чек — тем больше объём.
- ◆ Вход почти всегда требует статуса (аккредитация/квалификация), минимального чека и готовности к локапу на годы.
- ◆ Комиссии берут из прибыли, поэтому кажутся безобидными. «2 и 20», тем более в два слоя, превращают рост $\times 5$ в рост $\times 3$.
- ◆ Всегда считайте нетто и выясняйте, покупаете вы акцию или обещание про акцию.

Красные флаги и чек-лист due diligence

На публичном рынке за вас проверяет толпа: аналитики, аудиторы, регулятор, шортселлеры, журналисты. В частном вы часто один на один с красивой презентацией. Значит, роль скептика придётся сыграть самому — и сыграть до перевода денег, а не после.

Due diligence — это не паранойя и не поиск идеальной компании (идеальных нет). Это упорядоченный способ понять, за что именно вы платите и где спрятаны мины. Хорошая проверка не гарантирует прибыль. Но она резко снижает шанс вляпаться в очевидное — а именно очевидное чаще всего и обнуляет частных инвесторов.

Устроим проверку как воронку: сверху — грубый скрининг, отсекающий заведомо не ваше; ниже — всё более дорогие и глубокие вопросы, на которые есть смысл тратить время лишь у выживших кандидатов. И отдельно разберём красные флаги — сигналы, при которых стоит не углубляться, а разворачиваться.

Держите в голове перекося информации. На той стороне сделки — люди, которые знают о компании несоизмеримо больше вас: основатели, ранние инвесторы, сотрудники с опционами. Вы играете в покер, где у соперника карты открыты, а у вас закрыты. Полностью выровнять расклад нельзя. Но можно не садиться за стол, не разобравшись в правилах, — и не принимать красивую презентацию за реальность, ведь рисовали её как раз для вас.

Восемь опор проверки

Всё, что стоит знать до сделки, укладывается в восемь тем. Идти по ним лучше сверху вниз: провал на верхней опоре часто делает бессмысленным разбор нижних.

1. Команда и её история. Кто основатели, что они уже строили, чем это закончилось. Прошлые успехи — не гарантия, но прошлые истории с «творческим» отношением

к фактам — почти приговор. Смотрите и на текучку топов: если ключевые люди уходят пачками, они что-то знают раньше вас.

- 2. Юнит-экономика и путь к прибыли.** Компания зарабатывает на каждой единице продукта или дотирует её из денег инвесторов? Есть ли внятная траектория к операционной прибыли — или бизнес-модель держится на бесконечных раундах?
- 3. Рост и удержание.** Темп выручки важен, но удержание важнее. Клиенты остаются и платят больше (высокий *net revenue retention*) — или утекают в дырявое ведро, которое затыкают дорогим маркетингом?
- 4. Структура капитала.** Cap table, преференции, конвертируемые займы, долги. Сколько классов акций, у кого ликвидационные преференции и какие. При скромном выходе преференции могут забрать всё, оставив обычным акционерам ноль — даже если сделка формально «в плюс».
- 5. Условия сделки.** На вторичном рынке ключевой вопрос — *кто и почему продаёт*. Сотрудник берёт деньги на квартиру — нормально. Ранние инсайдеры массово выходят перед раундом — повод насторожиться: они видят изнутри то, чего не видите вы.
- 6. Оценка против сопоставимых.** Мультипликатор компании — это дорого или дёшево относительно похожих публичных и частных имён? Оценка последнего раунда — не истина, а точка переговоров, часто с защитными условиями, которые её раздувают.
- 7. Качество раскрытия.** Дают ли аудированную отчётность, свежий 409A, реальные метрики — или кормят слайдами с большими шрифтами и маленькими сносками? Готовность раскрывать — сама по себе сигнал.
- 8. Юридическая чистота.** Право на акции, ограничения на передачу (*right of first refusal*), судебные споры, регуляторные риски, чистота цепочки владения в SPV. Скучно — и именно здесь тонут деньги.

Две опоры заслуживают отдельного слова, потому что именно на них спотыкаются чаще всего. Первая — **преференции**. Представьте: фонды вложили \$100 млн с однократной ликвидационной преференцией. Компанию продают за \$120 млн — вроде бы успех. Но сначала \$100 млн уходят держателям преференций, и лишь оставшиеся \$20 млн делят обычные акционеры, среди которых, скорее всего, вы. «Прибыльная» сделка оборачивается для вас крохами. Оценка без разбора структуры капитала — это ценник без понимания, что за ним стоит.

Вторая — **удержание**. Выручка, растущая на маркетинговом допинге, и выручка, растущая потому, что клиенты остаются и платят больше, — два разных бизнеса с одинаковым графиком. Первый рушится, едва перестают лить деньги в рекламу; второй складывается сам, как проценты на депозите. Спросите про net revenue retention и про отток. Если в ответ показывают только «рост выручки год к году» — вам показывают витрину, а не кухню.

И про команду — раз уж она стоит первой опорой. Смотрите не на харизму, а на трек-рекорд и на то, как основатели обходятся с фактами. Человек, который в прошлый раз честно провалился и разобрал почему, надёжнее того, у кого в биографии сплошные победы подозрительно ровным строем. Проверяйте заявления: если основатель говорит «мы работаем с половиной списка Fortune 500» — это либо легко подтверждается, либо художественная гипербола, и вам полезно заранее знать, какова у него норма правды.

Оценка требует контекста. Число из последнего раунда красиво, но почти всегда завышено защитными условиями для новых инвесторов — гарантиями возврата, привилегиями, антиразмытием. «Оценка \$10 млрд» может означать «кто-то заплатил столько за акции с подушкой безопасности», а это совсем не рыночная цена вашей обычной доли. Сравнивайте с публичными аналогами по мультипликаторам и держите в уме: на частном рынке ценник рисуют, а не открывают на бирже.

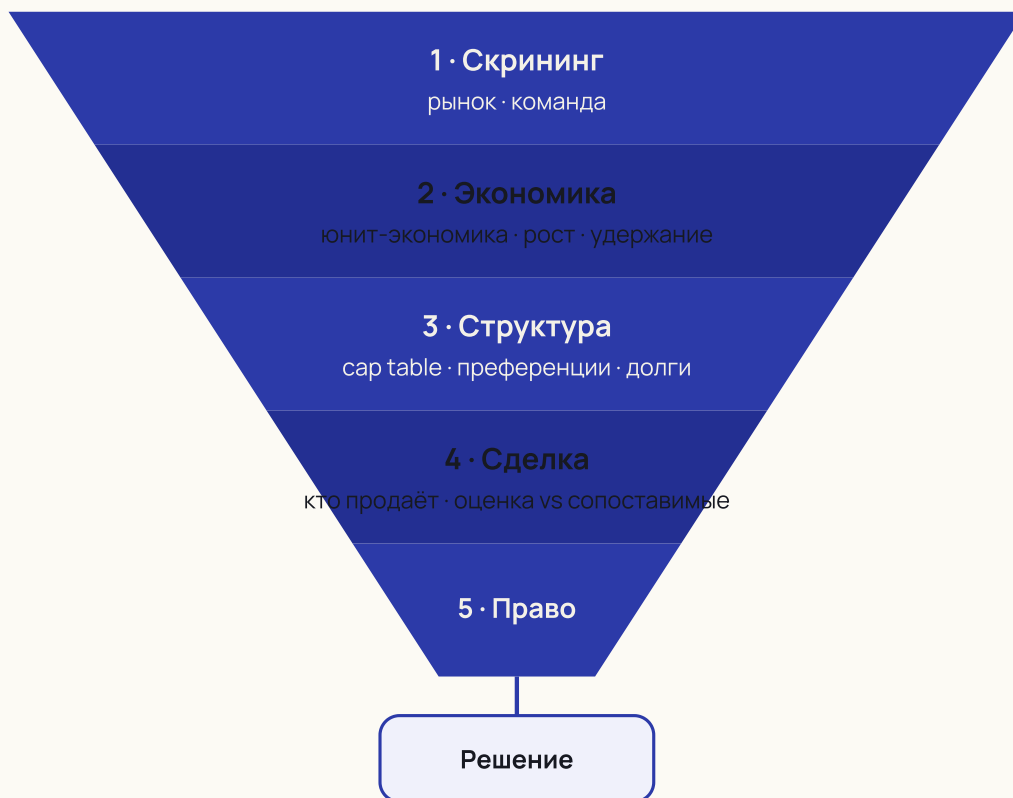


Схема 48. Воронка бережёт ваше время. Отсекайте на верхних этапах дёшево, а глубокую юридическую и финансовую проверку тратьте только на тех, кто дошёл вниз.

Практический вопрос — где брать данные для всего этого. У зрелой сделки должна быть *data room*: аудированная отчётность, свежий 409А, cap table, ключевые договоры. Просите доступ и смотрите на реакцию. У ранней компании многого не будет по определению — тогда вес смещается на команду и рынок. Отказ показать то, что показать положено, — это тоже ответ, просто не тот, который хотелось услышать.

Не стесняйтесь привлекать помощь. Юрист прочтёт условия по предпочтениям и ограничениям на передачу быстрее и точнее вас; бухгалтер увидит в отчётности то, что спрятано между строк. Их гонорар — копейки на фоне суммы, которую вы собираетесь запереть на годы. Экономить на проверке сделки, в которую вкладываешься всерьёз, — всё равно что покупать квартиру, не заглянув внутрь, потому что жаль денег на осмотр.

Красные флаги

Опоры — это про «что изучить». Красные флаги — про «когда развернуться». Они не доказывают мошенничество, но резко смещают вероятности. Один флаг — повод копать глубже. Три флага сразу — повод уйти, каким бы громким ни было имя.

Тонкость: чем громче имя, тем сильнее хочется закрыть глаза на флаги. «Это же такая компания, у них не может быть проблем с governance». Может. Самые дорогие провалы случались как раз с именами, которые все считали неприкасаемыми, — потому что размер и слава глушат скепсис лучше любой презентации. Размер компании — не индульгенция. Скорее наоборот: чем крупнее ставка, тем строже проверка.

- **Культ основателя.** Гений, которому нельзя возразить, совет директоров из друзей, суперголосующие акции, дающие ему власть при любом раскладе. История private markets — это кладбище «визионеров», которых некому было остановить.
- **Метрики-пустышки.** GMV, скачивания, регистрации, «охваты» — цифры, которые растут всегда и не значат почти ничего. Когда компания хвастается оборотом вместо выручки и маржи, она прячет экономику за фасадом масштаба.
- **Срочность и FOMO.** «Окно закрывается завтра», «осталось два места», «берут все». Давление временем — любимый инструмент тех, кому невыгодно, чтобы вы думали. Хорошая сделка переживёт вашу неделю на размышление.
- **Непрозрачность.** Отчётность «под NDA после перевода», уклончивые ответы про cap table, отсутствие свежего 409A. Если данные приходится вытягивать клещами до сделки, представьте, как будет после.
- **Forward без акций.** Продукт, где вы получаете экспозицию, но не бумагу. Это уже разбирали: без реальных акций вы держите риск контрагента, а не риск компании.

Красный флаг

Вопрос, который задать

Культ основателя

Кто в компании может сказать ему «нет»?
Насколько независим совет директоров?

Метрики-пустышки:
GMV, скачивания, регистрации

Покажите выручку, маржу и удержание —
не валовые обороты.

Срочность: «закрываемся завтра»

Что изменится, если я подожду квартал?
Откуда спешка именно сейчас?

Непрозрачность: данных не дают

Дайте cap table, аудит и свежий 409A.
Нет — почему нет?

Forward без реальных акций

Я покупаю бумагу или обещание?
Что будет при банкротстве продавца?

Схема 49. На каждый флаг — конкретный вопрос. По реакции на него вы узнаете о сделке больше, чем из всей презентации: честный продавец отвечает, тревожный — уходит от ответа.

Флаги редко ходят поодиночке. Культ основателя обычно соседствует с непрозрачностью — возражать некому, значит и раскрывать незачем. Метрики-пустышки любят компанию FOMO-давления: если бы цифры говорили сами за себя, торопить вас бы не пришлось. Поэтому опасен не столько отдельный флаг, сколько узор из нескольких. Один — задайте вопрос и слушайте. Два-три вместе — это уже не совпадение, а характер сделки.

Короткий пример, как это выглядит в жизни. Вам предлагают долю в известной компании на вторичном рынке — по цене чуть ниже последнего раунда, «горячо, берут быстро». Пара вопросов: кто продаёт? Оказывается, сразу несколько ранних инвесторов и часть менеджмента. Почему? Внятного ответа нет. Свежего 409A нет, отчётность «после сделки». Ни одного откровенного мошенничества — и целый букет флагов. Правильный ход здесь не «поймать скидку», а спросить себя, почему инсайдеры так дружно хотят выйти именно сейчас, — и, скорее всего, пройти мимо.

Отсюда общее правило для вторичного рынка. Покупая новые акции у компании (primary), вы даёте ей деньги на рост — интересы более-менее сходятся. Покупая у инсайдера (secondary), вы даёте деньги ему на выход, и стоит спросить: что он знает

такого, ради чего готов расстаться с долей в «ракете»? Иногда ответ невинный — диверсификация, ипотека, развод. Иногда — нет. Ваша задача не подозревать каждого, а отличать первое от второго по тому, насколько прозрачно он объясняет свой выход.

✕ УРОКИ КЛАДБИЩА

Theranos, WeWork, FTX — при всех различиях у них общий узор: обожествлённый лидер, метрики вместо экономики, культура «не задавай вопросов» и раскрытие, которое рассыпалось при первом честном взгляде. Флаги были видны заранее. Их просто очень хотелось не замечать.

▸ И ЗЕЛЁНЫЕ ФЛАГИ ТОЖЕ БЫВАЮТ

Скепсис — не значит видеть только плохое. Хорошие признаки узнаваемы: основатель, который сам называет риски и слабые места; отчётность, которую дают без выпрашивания; инсайдеры, которые докупают, а не сбрасывают; совет директоров, где есть кому спорить; спокойное «подумайте, мы никуда не спешим». Наличие зелёных флагов не отменяет проверку — но заметно повышает шанс, что она закончится хорошо.

Чек-лист по шагам

Соберём всё в рабочую последовательность. Проходите её по порядку и не переходите к следующему шагу, пока предыдущий не закрыт честным «да».

Чек-лист ниже не заменит здравого смысла и не превратит вас в фонд с аналитическим отделом. Его задача скромнее: не дать пропустить шаг под влиянием азарта. Азарт — главный враг проверки; он шепчет «да тут и так всё понятно» ровно там, где понятно меньше всего.

1

Отсейте по-крупному

Рынок реально большой? Команда вменяемая, без историй с приукрашиванием? Если нет — стоп, дальше не тратьте время.

2**Вскройте экономику**

Юнит-экономика в плюсе или на дотации? Есть путь к прибыли? Удержание клиентов держит ведро или оно дырявое?

3**Прочитайте cap table**

Классы акций, преференции, долги, конвертируемые займы. Посчитайте, что достанется вам при среднем, а не мечтательном выходе.

4**Разберите сделку**

Кто продаёт и почему. Оценка против сопоставимых. Какие защитные условия раздувают цифру последнего раунда.

5**Проверьте бумаги**

Аудит, свежий 409A, право на акции, ограничения на передачу, чистота SPV. Скучно, но именно тут прячутся мины.

6**Посчитайте флаги**

Пройдитесь по красным флагам. Один — копайте. Несколько сразу — разворачивайтесь, как бы ни было жаль.

**МИНИ-ЧЕКЛИСТ ПЕРЕД ПЕРЕВОДОМ ДЕНЕГ**

Я видел аудированную отчётность и свежий 409A. Я понимаю, кто и почему продаёт. Я прочитал условия о преференциях и посчитал свой исход при скромном выходе. Я знаю все комиссии нетто. Я покупаю реальные акции (или сознательно — нет). Я готов запереть эти деньги на годы и спокоен, если потеряю их целиком. Каждое — «да»? Тогда можно. Хоть одно «нет» или «не уверен»? Стоп.

Звучит занудно, и это правильно. Due diligence — не про адреналин, а про то, чтобы адреналина потом не было. Большинство катастрофических потерь в частных рынках случились не из-за хитрой аферы, которую невозможно было раскусить, а из-за нежелания задать простые вопросы, потому что очень хотелось верить. Скука проверки — дешёвая страховка от дорогого разочарования.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Проверка держится на восьми опорах: команда, экономика, рост и удержание, структура капитала, условия сделки, оценка, раскрытие, право.
- ◆ Ведите DD как воронку — дёшево отсекайте наверху, глубоко копайте только выживших кандидатов.
- ◆ Красные флаги: культ основателя, метрики-пустышки, FOMO-давление, непрозрачность, forward без акций. Три сразу — уходите.
- ◆ На каждый флаг есть прямой вопрос. Реакция на него говорит больше, чем вся презентация.

Будущее частных рынков

Частный рынок последние двадцать лет двигался в одну сторону: компании оставались непубличными дольше, а стоимость создавалась до биржи, куда обычного человека не пускали. Сейчас эту стену начали разбирать — с разных сторон и с очень разными мотивами. Разберёмся, что из этого выйдет.

Прогнозы — жанр неблагодарный, особенно в финансах. Поэтому договоримся о честном формате: я покажу тренды, которые уже идут, а не гадания; отделию то, что похоже на прогресс, от того, что похоже на новую упаковку старого риска; и в конце дам не рекомендацию «покупать», а спокойное напутствие, с которым можно жить в любом сценарии.

Ещё оговорка. «Будущее» в финансах обожает приходить не туда и не так, как обещали проспекты. Поэтому ценность этой главы не в том, чтобы угадать, какая именно платформа или закон выстрелит, а в том, чтобы узнать общую форму происходящего — и не купиться на очередную «революцию», которая на поверку окажется старым риском в новом корпусе.

Токенизация: доля, разрезанная на кусочки

Идея красивая. Доля в частной компании неделима, неликвидна и продаётся месяцами узкому кругу. Что если превратить её в токены на блокчейне — мелкие, переносимые, торгуемые почти круглосуточно? Тогда неподъёмный чек рассыпается на сотни маленьких, а рынок из редких сделок становится непрерывным.

Традиционно



Токенизация



Ликвидность растёт — если токен подкреплён реальной акцией, а не ещё одной обёрткой.

Схема 50. Токенизация обещает превратить неликвидную глыбу в текучий песок дробных долей. Ключевое слово — «обещает»: всё держится на том, что стоит за токеном.

А теперь ложка дёгтя. Токен — это запись в реестре. Его ценность равна тому, что за ним стоит. Уже были случаи, когда розничным инвесторам продавали «токены акций» знаменитых частных компаний, а по факту это была экспозиция через SPV или дериватив — без реальной бумаги и без благословения самой компании, которая потом публично отрещивалась. Технология настоящая. Но она с равным успехом делает ликвидной и честную долю, и красиво упакованный воздух.

! ТОКЕНИЗАЦИЯ ≠ ВЛАДЕНИЕ

Прежде чем радоваться ликвидности, задайте всё тот же вопрос из главы 24: за токеном стоит реальная акция в реестре — или обещание, привязанное к цене? Блокчейн ускоряет расчёты, но не превращает дериватив в собственность.

Есть и техническая сторона, о которой любят молчать. Кто хранит ключи? Что происходит с вашим токеном, если платформа-эмитент закрывается? По какому праву эта запись вообще приравнена к акции — и признает ли это суд той юрисдикции, где сидит компания? Пока на такие вопросы нет скучных, отработанных ответов — как у депозитариев на публичном рынке, — токенизированная доля несёт

поверх риска компании ещё и риск инфраструктуры. Технология забегаёт вперёд регулирования, и разрыв между ними оплачивает тот, кто вошёл раньше, чем правила устоялись.



УРОК ИЗ НЕДАВНЕГО

Когда рознице начали предлагать «токены акций» знаменитых частных компаний, выяснилось, что нередко за ними стоит не акция, а слоистая экспозиция через SPV, — и сами компании об этом не знали и согласия не давали. Мораль простая и старая: новая обёртка не отменяет старых вопросов. Слово «блокчейн» в описании — не индульгенция, а всего лишь способ доставки.

Двери открываются рознице

Второй тренд — политический. Регуляторы по обе стороны Атлантики двигаются к тому, чтобы пустить в частные активы обычных людей. В Европе реформа **ELTIF** (европейский фонд долгосрочных инвестиций) во второй редакции заметно упростила рознице доступ к частному капиталу через регулируемые «вечнозелёные» фонды с периодическими окнами выхода. В США обсуждают и точно пробуют допуск альтернативных активов в пенсионные планы **401(k)** — а это триллионы долларов, которые сегодня почти не касаются private markets.

Мотивы понятны и небескорыстны. Индустрии нужен новый капитал: институты и сверхбогатые уже вложены, а стена розничных денег манит управляющих новыми комиссиями. Инвестору продают справедливую идею — «почему доступ к лучшим компаниям только для избранных?». Идея честная. Вопрос в исполнении.

Устроены новые розничные продукты обычно как **интервальные** или «вечнозелёные» фонды: деньги можно завести почти когда угодно, а забрать — только в заранее оговорённые окна и лишь до определённого лимита. Пока все спокойны, механизм работает как часы. Проблема в том, что выйти все хотят одновременно и именно тогда, когда плохо, — а окно узкое и лимит жёсткий. В стресс такой фонд имеет полное право сказать «выход временно закрыт». Мелким шрифтом это написано заранее; крупным его читают уже постфактум.

Сравнение, которое стоит держать в голове: неликвидный актив в розничной обёртке — это как отель «всё включено» с одним лифтом. Пока гости расходятся по номерам по одному, всё удобно. Но если на пожаре все ринутся к лифту разом, удобство обернётся давкой. Ликвидность фонда — производная от ликвидности того, что внутри; красивая обёртка её не создаёт, а лишь маскирует до первого настоящего стресса.

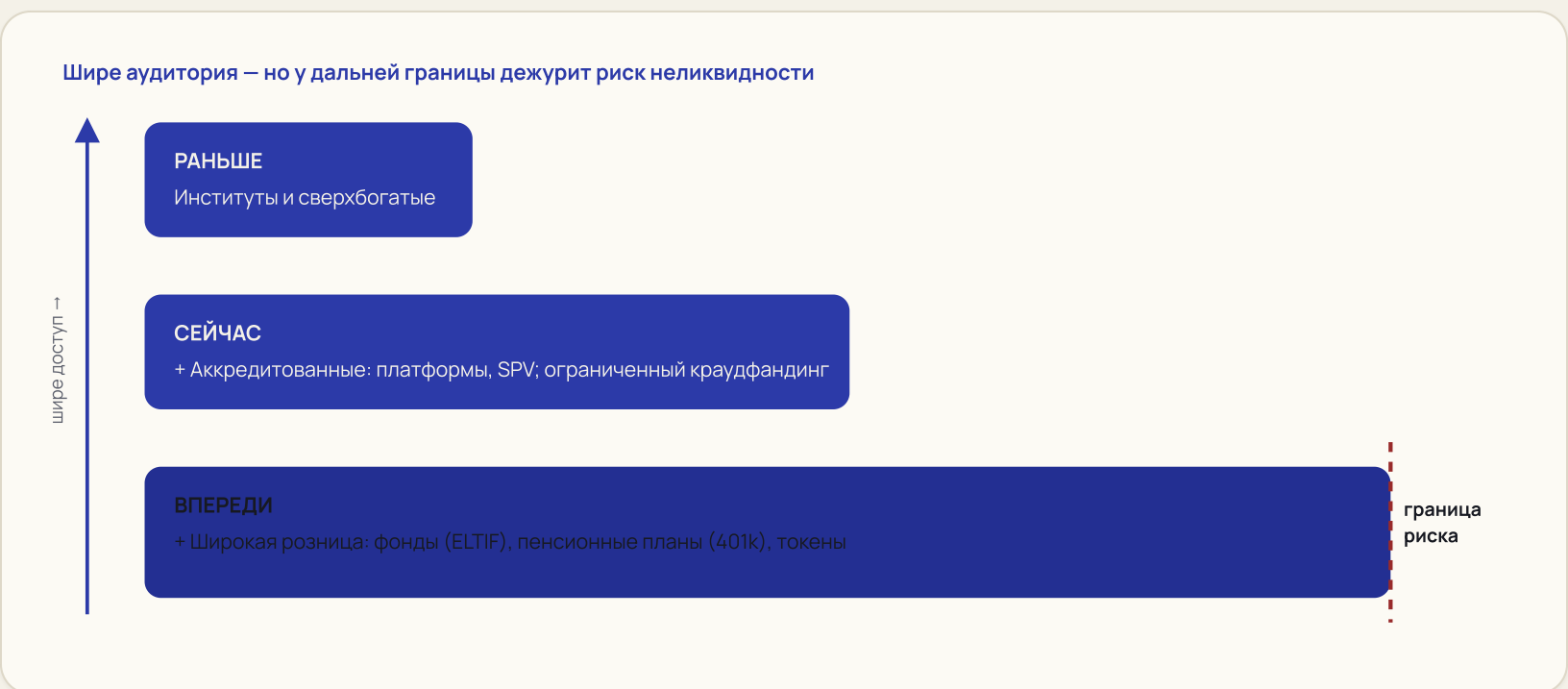


Схема 51. Доступ расширяется волнами: от институтов — к аккредитованным — к массовой рознице. Чем шире круг, тем больше людей берёт на себя риск, к которому неликвидные активы их не готовили.

Здесь и прячется главная опасность демократизации. Частные активы неликвидны, оценки в них сглажены и запаздывают, а выход не гарантирован. Институт с этим живёт: у него горизонт в десятилетия и штат аналитиков. Розничный пенсионер, которому «вечнозелёный» фонд с pre-IPO продали как чуть более доходную версию облигаций, узнает про неликвидность в худший момент — когда захочет выйти на падении, а окно закрыто. Демократизировать доступ к доходности легко. Демократизировать доступ к риску — значит раздать его тем, кто не умеет его держать.

Всякий раз, когда сложный продукт вдруг открывают «для всех», полезно спросить: кто зарабатывает на притоке новых денег? Расширение доступа бывает прогрессом, а бывает поиском выхода для тех, кто вошёл раньше. Отличать одно от другого — ваша работа.

Будем честны и с другой стороны спора. Держать триллионы пенсионных денег целиком в стороне от самой динамичной части экономики — тоже не бесплатно; это упущенная доходность целых поколений. Небольшая, разумно ограниченная доля частных активов в длинном пенсионном портфеле теоретически уместна: горизонт там измеряется десятилетиями, а неликвидность на таком сроке — меньшая из проблем. Вопрос не в том, пускать или нет, а в дозе, в качестве продуктов и в том, понимает ли человек, что подписывает. Демократизация с этими тремя условиями — прогресс. Без них — перекладывание риска на тех, кто громче всех потом удивится.

Дольше частными, дороже, умнее

Ещё три силы будут определять рынок ближайших лет.

Компании остаются частными дольше. Капитала в private markets столько, что выходить на биржу ради денег больше не обязательно. IPO из источника финансирования превратилось в событие ликвидности для ранних держателей. Пока это так, всё больше стоимости будет создаваться до биржи — то есть там, куда мы весь этот путь и пытались попасть.

У этого есть обратная сторона для публичного инвестора. Когда компания выходит на биржу уже зрелой и оценённой в десятки миллиардов, самый крутой участок роста остаётся позади — его сняли те, кто был внутри до IPO. Публичные рынки всё чаще получают истории на стадии «уже большой», а не «ещё маленький, но растущий». В этом, по сути, экономический смысл всей нашей книги: если стоимость создаётся до биржи, то и разумный инвестор хочет присутствовать до биржи — осознанно, дозированно и с открытыми глазами.

Вторичный рынок взрослеет. Forge, Nasdaq Private Market и их коллеги делают то, чего десять лет назад не было: регулярные сделки, индексы, хоть какие-то ориентиры цены. Прозрачности всё ещё мало по меркам биржи, но тренд ясен — из тёмной комнаты рынок медленно выходит на свет. Это хорошо для инвестора: меньше информационного неравенства, честнее оценки.

Не стоит переоценивать скорость этого взросления. Данных по-прежнему кот наплакал, сделки нерегулярны, а «индексы» частного рынка строят по горстке точек. Но направление важнее темпа: каждый год рынок чуть менее тёмный, чем был. Для инвестора это медленно сокращающаяся фора инсайдеров — и повод возвращаться к проверке фактов, потому что проверять становится по чему.

ИИ-бум давит на оценки. Волна вокруг искусственного интеллекта надула частные оценки до цифр, от которых захватывает дух: к 2026 году отдельные компании стоили частными сотни миллиардов долларов — Anthropic около 965 млрд, OpenAI порядка 850 млрд, — а SpaceX, ещё в 2024-м оценённая в тендере примерно в 350 млрд, вышла на биржу в 2026-м крупнейшим IPO в истории.† источник: CNBC, Bloomberg, отчётность компаний, 2024–2026 Часть этих оценок окажется оправданной, часть — очередным пузырьком, который будут разбирать в следующем издании этой книги в разделе про провалы. Тем ценнее навыки из главы 24: когда все вокруг считают иксы, единственная защита — считать нетто и задавать неудобные вопросы.

Отдельная ловушка ИИ-волны — рефлексивность оценок. Компания привлекает раунд по заоблачной цене, эта цена становится «рыночным фактом», под неё поднимают следующий раунд, и число растёт, само себя питая, — пока приток денег не иссякнет. На пути вверх все гении. Разворот покажет, где был реальный бизнес, а где — коллективная вера в график. Не берусь угадывать момент разворота; берусь утверждать, что метод из главы 24 переживёт любой из них.

дольше

компании остаются частными — стоимость зреет до биржи

светлее

вторичный рынок набирает прозрачность и ликвидность

шире

доступ рознице — вместе с неведомым ей риском

жарче

ИИ-бум разогревает оценки — не все переживут проверку

Сложите это вместе — и вырисовывается взвешенный прогноз. Частные рынки станут доступнее, ликвиднее и прозрачнее, чем были. Это правда прогресс. Но вместе с доступом к доходности рознице раздадут и неликвидный риск, а разогретые оценки гарантируют новые громкие провалы. Рынок повзрослеет — не перестав быть опасным. Как, впрочем, и любой рынок, где есть шанс на иксы.

Заметьте: ни один из этих трендов не отменяет предыдущих двадцати четырёх глав — они их обостряют. Токенизация делает ещё важнее вопрос «что стоит за бумагой». Приход розницы делает ещё важнее размер доли и уважение к неликвидности. ИИ-оценки делают ещё важнее счёт по сопоставимым. Будущее не требует новых принципов. Оно требует применять старые с большей дисциплиной — потому что цена ошибки растёт вместе с доступностью.

Напутствие

Мы прошли всю дорогу: от устройства частного капитала и его истории — через методы оценки, разбор взлётов и провалов, портфельную теорию — к практике входа, проверки и взгляда вперёд. Если из всей книги останется одна мысль, пусть будет эта: **pre-IPO — это не лотерейный билет и не проклятие, а инструмент**. Опасный в руках азартного, полезный в руках дисциплинированного.

Дисциплина здесь скучно-конкретна, и в этой скуке вся её сила. Маленькая доля портфеля — та, потерю которой вы переживёте без драмы. Деньги, запертые на годы осознанно, а не случайно. Проверка до перевода, а не оправдания после. Счёт в нетто, а не в чужих презентациях. И здоровый скепсис к любому, кто торопит вас с решением, — потому что в мире, где компании годами не спешат на биржу, бежать некуда и вам. Спешка на этом рынке почти всегда работает против того, кто спешит.

Рынок будет меняться — открываться, токенизироваться, обрастать новыми обёртками и новыми модами. Принципы не изменятся. Понимай, что покупаешь. Считай, что останется после комиссий. Уважай неликвидность. Держи размер. Задавай неудобные вопросы и уходи, когда на них не отвечают. С этим набором можно спокойно смотреть, как открывается дверь до биржи, — и заходить в неё не потому, что подгоняют, а потому что вы посчитали и решили сами.

Книга заканчивается, а рынок — нет. Он будет расти и сдуваться, рождать новых гигантов и хоронить вчерашних кумиров, придумывать инструменты доступа, о которых мы сейчас и не думаем. Меняются декорации. Не меняется одно: деньги делают те, кто понимает, что покупает, и держит голову холодной, когда вокруг горячо. Всё остальное в этой книге — комментарии к этому одному предложению.

На этом всё. Спасибо, что дочитали до этой страницы, — уже это отличает вас от инвестора, который переводит деньги по первому «горячему» предложению. Удачи. И, что важнее удачи, — холодной головы.

— В ДВУХ СЛОВАХ

- ◆ Токенизация обещает ликвидность и дробность долей — но токен стоит лишь того, что за ним стоит; обёртка вместо акции остаётся риском.
- ◆ Доступ рознице расширяется (ELTIF, обсуждение 401(k)), и вместе с доходностью ей достаётся неликвидный риск, к которому она не готова.
- ◆ Компании дольше остаются частными, вторичный рынок взрослеет, ИИ-бум греет оценки — прогресс и новые пузыри одновременно.
- ◆ Принципы вечны: понимай, что покупаешь; считай нетто; уважай неликвидность; держи размер; уходи, когда не отвечают на вопросы.



Практикум: задания и решения

Теория частных рынков превращается в навык только через расчёт: пока вы сами не посчитаете, что «оценка \$10 млрд» и «мои деньги в безопасности» — два разных утверждения, никакой текст этого не докажет.

Ниже — восемь расчётных заданий с подробным разбором и шесть блоков вопросов для самопроверки по частям книги. Задания устроены так, чтобы вы сначала попробовали решить сами (закройте блок «Разбор»), а потом сверились. Считать нужно с карандашом — именно момент, когда цифра «не сходится с интуицией», и есть точка, где рождается понимание pre-IPO.



ОГОВОРКА О ЧИСЛАХ

Все числа в заданиях **иллюстративны**: они подобраны для наглядности механики, а не взяты из отчётности конкретных компаний. Реальные оценки, мультипликаторы и ставки меняются от сделки к сделке и от года к году — переносите на практику *метод*, а не конкретные значения.

ЗАДАНИЕ 1

Оцените компанию тремя методами

Частная SaaS-компания: выручка за последние 12 месяцев (LTM) — 200 млн \$, рост +60% в год (замедляется), валовая маржа 75%, прибыли пока нет. Медиана **EV/Sales** по сопоставимым публичным аналогам — 12х. Планируемый горизонт до выхода — 5 лет. Оцените компанию через (а) сопоставимые, (б) упрощённый DCF и (в) **венчурный метод** и сравните диапазон.

РАЗБОР

Поскольку прибыли нет, все три метода опираются на выручку и на будущий выход, а не на текущий денежный поток. Это норма для pre-IPO — и одновременно источник широкого разброса оценок.

Дано:

Выручка (LTM)	200 млн \$
Рост выручки	+60% в год (замедляется)
Валовая маржа	75%
Медиана EV/Sales (LTM)	12х
Горизонт до выхода	5 лет

(а) СОПОСТАВИМЫЕ (comparables)

$EV = \text{Выручка(LTM)} \times \text{мультипликатор}$

$EV = 200 \times 12 = 2\,400 \text{ млн \$} \approx 2,4 \text{ млрд \$}$

(б) УПРОЩЁННЫЙ DCF (только терминальная стоимость)

Прогноз выручки, темпы 60 / 50 / 40 / 35 / 30 %:

Y1 $200 \times 1,60 = 320$

Y2 $320 \times 1,50 = 480$

Y3 $480 \times 1,40 = 672$

Y4 $672 \times 1,35 = 907$

Y5 $907 \times 1,30 = 1\,179 \text{ млн \$}$

Выходной мультипликатор (мультипликатор сжимается по мере взросления): 6х

Терминальная EV = $1\,179 \times 6 = 7\,076 \text{ млн \$}$

Дисконт (венчурная ставка) 25 %, 5 лет:

$1,25^5 = 3,052$

$PV = 7\,076 / 3,052 = 2\,319 \text{ млн \$} \approx 2,3 \text{ млрд \$}$

(в) ВЕНЧУРНЫЙ МЕТОД (VC method)

Целевая доходность фонда: 5x за 5 лет ($\approx 38\%$ IRR)

Оценка сегодня = терминальная EV / целевой множитель

= $7\,076 / 5 = 1\,415$ млн \$ $\approx 1,4$ млрд \$

(при более агрессивной цели 10x $\rightarrow 7\,076 / 10 = 708$ млн \$)

ДИАПАЗОН: 1,4 – 2,4 млрд \$ (середина $\approx 1,9$ млрд \$)

Вывод. Три метода дают широкую «вилку» — почти двукратную. Это не ошибка расчёта, а честное отражение неопределённости: сопоставимые и упрощённый DCF сходятся около 2,3–2,4 млрд \$, а венчурный метод даёт заметно ниже, потому что закладывает более высокую требуемую доходность (38% против 25%). Чем выше требуемый возврат инвестора, тем ниже цена, которую он готов заплатить сегодня. Практический смысл: не доверяйте одной цифре — стройте диапазон и понимайте, какую ставку требования вшила в него каждая методика.

Найдите 7 red flags в term sheet

Перед вами условный term sheet вторичной сделки. Прочитайте его и найдите семь тревожных сигналов, прежде чем смотреть разбор.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ (условное)

1. Оценка компании: «10 млрд \$» (со слов организатора; ссылки на первичный раунд нет).
2. Ликвидационная преференция: 2,0× для нового инвестора.
3. Тип: participating preferred (участвующая).
4. Anti-dilution: full ratchet.
5. Право первого отказа (ROFR) действует; согласование компании обязательно.
6. Структура: форвардный контракт — акции НЕ передаются покупателю, вы получаете право на выплату от продавца.
7. «Окно закрывается через 48 часов, осталось 2 места».

РАЗБОР

Все семь пунктов — и есть флаги. Разберём каждый.

1. **Непрозрачная оценка.** «10 млрд \$» без ссылки на конкретный первичный раунд — это цифра из презентации, а не рыночная цена. На вторичке доли часто торгуются со скидкой 30–40% к последней первичной оценке; отсутствие точки отсчёта скрывает, дорого вы входите или нет.
2. **Преференция 2×.** **Ликвидационная преференция** 2,0× означает, что *перед вами* при выходе кто-то заберёт вдвое больше вложенного, прежде чем common увидит хоть доллар. Это резко ухудшает ваш реальный расклад при среднем и слабом выходе.
3. **Участие (participating).** «Двойной черпак»: инвестор сначала забирает преференцию, а потом ещё участвует в остатке пропорционально доле. При среднем выходе это откусывает у common непропорционально много.
4. **Full ratchet.** Самая жёсткая форма **anti-dilution**: при следующем раунде по более низкой цене доля защищённого инвестора пересчитывается так, будто он всегда входил по новой низкой цене — за счёт полного размытия основателей и незащищённых держателей.

5. **ROFR + согласование. Право первого отказа** и обязательное согласие компании означают, что сделка может не закрыться уже после «договорённости»: компания или существующие инвесторы вправе выкупить долю вместо вас. Ваши деньги и время — в подвешенном состоянии.
6. **Форвард без передачи акций.** Вы не становитесь владельцем акций — у вас лишь контракт с продавцом. Это **контрагентский риск**: если продавец не исполнит обязательство (банкротство, спор, отказ), при выходе вы можете остаться с бумажкой, а не с деньгами, и без права голоса/информации.
7. **Искусственная срочность (FOMO).** «48 часов, 2 места» — приём давления. Хорошая сделка не портится за двое суток due diligence; спешка выгодна тому, кто не хочет, чтобы вы проверяли пункты 1–6.

Итог: не любой из этих пунктов сам по себе фатален, но **их сочетание** — портрет сделки, устроенной в пользу организатора и продавца, а не покупателя.

ЗАДАНИЕ 3

Рассчитайте MOIC и IRR после комиссий

Вы — LP фонда со структурой 2/20 (2% management fee в год, 20% carry с hurdle 8%). Обязательство — 100 млн \$, срок фонда 10 лет, инвестируется остаток после комиссий. Портфель даёт валовой **MOIC** 5,0x на вложенный капитал. Посчитайте нетто-множитель и нетто-**IRR** для LP.

РАЗБОР

Модель фонда (2/20, жёсткий hurdle 8 %, без catch-up):

Обязательство LP	100 млн \$
Срок фонда	10 лет
Management fee = 2 % × 10 лет × 100	= 20 млн \$
Инвестировано = 100 - 20	= 80 млн \$
Валовой MOIC на вложенное	= 5,0x

Валовые поступления = 80 × 5,0 = 400 млн \$

Расчёт carry:

Возврат капитала LP	100 млн \$
Hurdle 8 %, ~6 лет: $1,08^6 = 1,5869$	
порог преф-доходности = 100 × 0,5869	= 58,7 млн \$
Прибыль сверх обязательства = 400 - 100	= 300 млн \$
База carry = 300 - 58,7	= 241,3 млн \$
Carry (20 %) = 0,20 × 241,3	= 48,3 млн \$

Нетто LP = 400 - 48,3 = 351,7 млн \$

NET MOIC = 351,7 / 100 = 3,52x

IRR (упрощённо: один вход/выход, ~6 лет):

Валовой IRR = $5^{(1/6)} - 1 = 30,8 \%$

Нетто IRR = $3,52^{(1/6)} - 1 = 23,3 \%$

«Комиссионный клин» ≈ 7-8 п.п. в год

Вывод. Внешне безобидные «2 и 20» превращают **валовые 5,0x в нетто ~3,5x**, а валовой IRR ~31% — в нетто ~23%. Работают два слоя: (1) management fee съедает пятую часть капитала ещё до инвестирования (100 → 80 млн \$), (2) carry

забирает пятую часть прибыли сверх hurdle. Именно поэтому «валовая доходность в питч-деке» и «то, что придёт на ваш счёт» — разные числа; всегда спрашивайте показатели *net of fees*.

Waterfall при выходе

Стек прав простой: preferred вложил 100 млн \$ под 1× неучаствующую преференцию и владеет 40% на as-converted основе; common — 60%.
Посчитайте, что получают preferred и common при трёх ценах выхода: 150, 250 и 600 млн \$.

РАЗБОР

Ключ к **неучаствующей** (non-participating) преференции: инвестор берёт **большее** из двух — либо свою преференцию (100 млн \$), либо свою долю как обычный акционер (40% от цены). Он не делает и то, и другое.

Правило (1× non-participating):
preferred получает БОЛЬШЕЕ из
(а) преференция 100 млн \$ ИЛИ (б) 40 % × цена выхода
Точка конверсии: $40\% \times X = 100 \rightarrow X = 250$ млн \$
ниже 250 → берёт преференцию; выше 250 → конвертируется

Цена выхода	Решение preferred	Preferred получает	Common получает
150 млн \$	берёт преференцию $1 \times (40\% \times 150 = 60 < 100)$	100 млн \$ (67%)	50 млн \$ (33%)
250 млн \$	точка безразличия ($40\% \times 250 = 100$)	100 млн \$ (40%)	150 млн \$ (60%)
600 млн \$	конвертируется ($40\% \times 600 = 240 > 100$)	240 млн \$ (40%)	360 млн \$ (60%)

Вывод. При слабом выходе (150 млн \$) preferred забирает 67% при формальной доле 40% — преференция защищает его вниз за счёт common. При сильном выходе (600 млн \$) он «отдаёт» защиту и просто берёт свои 40%. Мораль для

покупателя common или сотрудника с опционами: одна и та же «доля 40/60» означает совершенно разное деление денег в зависимости от цены выхода. Смотрите не на проценты в cap table, а на водопад.

ЗАДАНИЕ 5

Максимальная доля сделки в портфеле

У инвестора совокупный капитал 2 000 000 \$. Он хочет добавить pre-IPO. Действует **степенной закон**: примерно 1 сделка из 10 приносит крупный икс, остальные — около нуля. Определите разумный потолок на одну компанию и число ставок.

РАЗБОР

Дано:

Капитал всего (net worth) 2 000 000 \$
Лимит на неликвидные альтернативы 15 % → 300 000 \$ (карман pre-IPO)
Степенной закон: ~1 из 10 сделок даёт крупный икс,
остальные ≈ около нуля

Потолок на одну компанию:

≤ 10 % кармана = 30 000 \$
= 1,5 % от всего капитала (полная потеря переживаема)

Число ставок = 300 000 / 30 000 = 10 позиций

Вероятность поймать ≥ 1 победителя ($p = 10\%$ на сделку):

10 ставок: $1 - 0,9^{10} = 1 - 0,349 = 65\%$

15 ставок: $1 - 0,9^{15} = 1 - 0,206 = 79\%$

Вывод. Два ограничения работают одновременно. Сверху — **сайзинг**: ни одна сделка не должна превышать ~10% неликвидного кармана и ~1,5% всего капитала, чтобы полная потеря любой позиции была переживаема. Снизу — **степенной закон**: при 10 ставках шанс, что победитель вообще попадёт в портфель, всего ~65%. Чтобы поднять его до ~80%, нужно ~15 ставок — то есть чек ~20 тыс. \$ и 12–15 позиций. Одна-две «удачные сделки» — не стратегия, а лотерейный билет: степенной закон вознаграждает диверсификацию числом ставок, а не концентрацию.

De-smoothing волатильности

Частный фонд отчитывается о «сглаженной» годовой волатильности NAV $\sigma = 10\%$ при автокорреляции доходностей первого порядка $\rho = 0,45$. Оцените истинную волатильность и сделайте вывод для оценки риска.

РАЗБОР

Редкая переоценка неликвидных активов «сглаживает» ряд доходностей: соседние периоды становятся похожими (высокая автокорреляция), а измеренная волатильность занижается. Обратный фильтр (**de-smoothing** по Гелтнеру) восстанавливает истинную σ .

Дано (сглаженный ряд NAV):

Наблюдаемая волатильность $\sigma_{\text{obs}} = 10\%$ годовых

Автокорреляция 1-го порядка $\rho = 0,45$

Обратный фильтр (Geltner):

$$\begin{aligned}\sigma_{\text{true}} / \sigma_{\text{obs}} &= \sqrt{(1 + \rho) / (1 - \rho)} \\ &= \sqrt{(1,45 / 0,55)} \\ &= \sqrt{2,636} = 1,62\end{aligned}$$

$$\sigma_{\text{true}} = 10\% \times 1,62 = 16,2\%$$

Влияние на Sharpe (избыточная доходность 8 %):

$$\text{Заявленный} = 8 / 10,0 = 0,80$$

$$\text{Истинный} = 8 / 16,2 = 0,49$$

Вывод. Истинная волатильность примерно **в 1,6 раза выше** заявленной — 16% вместо 10%. Знаменитая «низкая волатильность и высокий Sharpe» частных активов во многом *артефакт редкой переоценки* («отмывание волатильности»): уберите сглаживание — и коэффициент Шарпа падает с 0,80 до ~0,49, приближаясь к публичному рынку. Практический смысл: не принимайте гладкую кривую NAV за низкий риск. Реальный риск частного портфеля ближе к акциям, чем к облигациям, — просто он не показывается вам каждый день.

Почему post-money ≠ реальная стоимость

Компания привлекает **200 млн \$** в новом раунде. Всего акций всех классов (as-converted) — **500 млн шт.** Покажите, как небольшая инвестиция «создаёт» миллиарды **post-money** и почему заголовочная оценка завышена.

РАЗБОР

Post-money считается как цена *последней* сделки, умноженная на все акции — как будто у каждой акции те же права, что у последнего раунда. Но права разные, и в этом ловушка.

Post-money = цена последней сделки × ВСЕ акции

при 18 \$/акц: $18 \times 500 = 9,0$ млрд \$; новых акций $200/18 = 11,1$

при 20 \$/акц: $20 \times 500 = 10,0$ млрд \$; новых акций $200/20 = 10,0$

Эффект «+1 \$ к цене» = $1 \$ \times 500$ млн акций = +500 млн \$ к «оценке»

Бамп цены $18 \rightarrow 20 \$ = +2 \$ \times 500 = +1,0$ млрд \$ к заголовку — при тех же 200 млн \$ реальных денег.

Почему инвестор соглашается на 20 \$:

1× ликвидационная преференция + IPO-ратчет ГАРАНТИРУЮТ ему возврат ~вложенного → «переплата» в цене ему не страшна, а основатель получает «единорога» на бумаге.

Справедливая стоимость (модель прав акций, ~35 % дисконт):

$10,0$ млрд \$ $\times 0,65 \approx 6,5$ млрд \$

(Gornall-Strebulaev: единороги в среднем переоценены ~на 50 %, у ~половины «справедливая» цена ниже 1 млрд \$.)

Вывод. Каждый доллар согласованной цены за акцию множится на **все 500 млн акций**: один доллар «создаёт» полмиллиарда бумажной оценки. Инвестор охотно уступает основателю красивый заголовок «10 млрд \$», потому что его риск снят преференцией и ратчетом — он в плохом сценарии всё равно первый в очереди. Основатель платит за громкую цифру не деньгами, а *правами*,

которые всплывут при выходе. Отсюда правило: post-money — это юридическая цена сделки с конкретными правами, а не рыночная стоимость компании.

Сравните primary и secondary сделку

Вы хотите получить 1% компании с post-money 1 млрд \$. Это можно сделать первично (компания выпускает новые акции) или вторично (покупаете долю у сотрудника). Доля одинаковая — сравните последствия и составьте чек-лист проверки.

РАЗБОР

Хотим 1 % компании (post-money 1 млрд \$). Два пути:

PRIMARY (первичная): компания выпускает новые акции

Платим ~10 млн \$ за 1 % (свежий preferred)

Деньги идут В КОМПАНИЮ (+10 млн на рост), пост-деньги 1,01 млрд

Права: преференция, инфо-права, pro-rata; но существующих держателей размывает

SECONDARY (вторичная): покупаем у сотрудника / раннего инвестора

Дисконт за неликвидность ~30 % → ~7 млн \$ за тот же 1 %

Деньги идут ПРОДАВЦУ (компания получает 0)

Обычно common: без преференции, старые/слабые права, возможен ROFR, устаревшая информация

Одна и та же «1%» означает разное. В **primary** ваш капитал работает *внутри* компании (топливо роста), вы получаете свежий класс с преференцией и информационными правами, но участвуете в размытии старых держателей. В **secondary** вы платите меньше (дисконт за неликвидность), но деньги уходят продавцу, компания капитала не получает, а вы наследуете чужой — часто более слабый — класс акций и его ограничения.

Что обязательно проверить во вторичной сделке:

- **Класс и права.** Что именно покупаете — common или preferred, с какими преференциями, голосом, ратчетом.
- **ROFR и согласования.** Может ли компания/инвесторы преимущественно выкупить долю и сорвать сделку.
- **Свежесть информации.** Насколько актуальны последний раунд и финансы — не покупаете ли «вслепую».

- **Кто и почему продаёт.** Инсайдер, выходящий из позиции, — это сигнал, который стоит понять.
- **Структура.** Прямые акции или SPV/форвард — есть ли контрагентский риск и слои комиссий.
- **Оправдан ли дисконт.** Компенсирует ли скидка отсутствие преференции и неликвидность.
- **Право собственности и налоги.** Подтверждение в cap table и налоговая база передаваемых акций.

Часть вторая. Вопросы для самопроверки

Эти вопросы — концептуальные, без готовых ответов: они для размышления и обсуждения. Если на вопрос не находится уверенного ответа — это указание, какую главу стоит перечитать.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ — ЧАСТЬ 1. ЧТО ТАКОЕ PRE-IPO И ЛАНДШАФТ ЧАСТНЫХ РЫНКОВ

1. Почему за последние 20 лет компании стали дольше оставаться частными и выходить на IPO позже? Кому это выгодно и кто теряет доступ к раннему росту?
2. Чем расходятся интересы основателей, ранних VC, поздних инвесторов и сотрудников с опционами при подготовке к выходу?
3. Почему «доступ» (access) — главный дефицитный ресурс частного рынка, и почему по-настоящему хорошая сделка редко доходит до розницы первой?
4. Отсутствие обязательной публичной отчётности — это только риск, или ещё и то, за что платят премию? Как одно уживается с другим?
5. Как «эффект витрины» (на слуху только успешные компании) искажает представление о средней доходности класса?
6. Чем pre-IPO вторичка отличается от классического раннего венчура по стадии, риску и горизонту?
7. Какие три вопроса вы зададите себе, прежде чем поверить продавцу, что «это тот же Uber, только на ранней стадии»?

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ – ЧАСТЬ 2. ОЦЕНКА

1. Почему post-money – это юридическая цена последней сделки, а не рыночная стоимость всей компании?
2. Как одна и та же «цена за акцию» может стоять по-разному для разных классов акций?
3. Почему растущую убыточную компанию оценивают по мультипликатору выручки, а не прибыли, – и где здесь ловушка?
4. В чём слабость метода сопоставимых, когда публичных «аналогов» почти нет или они сами торгуются в пузыре?
5. Почему упрощённый DCF для pre-IPO так чувствителен к выходному мультипликатору и ставке дисконтирования?
6. Что такое mark-to-model и почему NAV частного фонда меняется медленнее, чем реальная стоимость его активов?
7. Как отличить рост оценки «от бизнеса» от роста «от структуры раунда» (преференции, ратчеты, договорная цена)?
8. Почему две добросовестные оценки одной компании могут отличаться в 2–3 раза, и что с этим делать инвестору?

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ – ЧАСТЬ 3. СТРУКТУРЫ СДЕЛОК И УСЛОВИЯ

1. Чем прямое владение акциями отличается от участия через SPV и через форвардный контракт – по правам, издержкам и рискам?
2. Что такое контрагентский риск в форварде «без передачи акций» и как он реализуется в плохом сценарии?
3. Как участвующая (participating) преференция «съедает» долю common при среднем выходе?
4. Почему full ratchet опаснее weighted-average anti-dilution для основателей и незащищённых держателей?
5. Зачем нужен ROFR и как он может сорвать вашу вторичную сделку уже после «договорённости»?
6. Как два слоя комиссий (комиссия организатора SPV плюс carry) незаметно превращают 4x в 3x?
7. Какие пункты term sheet выдают, что вас искусственно торопят (FOMO), и зачем это продавцу?
8. Почему информационные права (information rights) иногда важнее самой цены входа?

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ – ЧАСТЬ 4. РИСК

1. Почему неликвидность — это не «отсутствие волатильности», а отложенная и скрытая волатильность?
2. Что такое «отмывание волатильности» (volatility laundering) и как оно завышает Sharpe частных активов?
3. Как размытие в последующих раундах может обнулить вашу реальную доходность при формально растущей оценке?
4. Почему степенной закон означает, что «средняя» сделка почти всегда проигрывает, и что это меняет в стратегии?
5. Какие признаки в структуре сделки повышают вероятность прямых приписок или мошенничества?
6. Почему «оценка выросла» и «мои деньги в безопасности» — это два разных утверждения при наличии преференций?
7. Как «ловушка выжившего» искажает и ваши ожидания, и маркетинговые материалы организаторов?
8. Что такое риск «отсутствия выхода» (компания не идёт ни на IPO, ни на продажу) и как долго он может длиться?

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ – ЧАСТЬ 5. ДОХОДНОСТЬ И МАТЕМАТИКА

1. Почему MOIC и IRR могут вести себя противоположно, и какой из них важнее для неликвидного актива?
2. Как «J-кривая» объясняет отрицательную доходность фонда в первые годы жизни?
3. Почему валовая доходность сделки почти всегда выше нетто-доходности инвестора? Перечислите слои потерь.
4. Что такое hurdle rate и catch-up и как они делят прибыль между LP и GP?
5. Почему высокий IRR на коротком горизонте может быть менее ценным, чем скромный IRR на длинном?
6. С каким публичным бенчмарком честно сравнивать частную доходность и почему PME точнее простого сравнения множителей?
7. Как реинвестирование распределений (recycling) искажает картину «нетто-множителя»?

1. Каким должен быть потолок на одну компанию и почему он вытекает из степенного закона, а не из вашей «уверенности» в сделке?
2. Сколько ставок нужно, чтобы с разумной вероятностью поймать победителя, и как это связано с размером чека?
3. Какую долю совокупного капитала разумно держать в неликвидных альтернативах на разных этапах жизни?
4. Что обязательно проверить в cap table и в подтверждении права собственности перед вторичной сделкой?
5. Как отличить due diligence «по существу» от due diligence «по презентации организатора»?
6. Почему план выхода — и цену готовности его не иметь — нужно продумать ещё до входа?
7. Какие вопросы задать организатору SPV о комиссиях, чтобы вскрыть скрытые слои издержек?
8. Как поступить, если по одной из позиций пришло предложение доинвестировать в раунде вниз (down round)?

Глоссарий

Язык рынка частного капитала — короткий, но плотный. Здесь собраны термины, которые встречаются в этой книге и в любом разговоре о pre-IPO.

Термины расположены по алфавиту: сначала русскоязычные, затем устоявшиеся англоязычные обозначения и аббревиатуры. В скобках дан оригинал, чтобы вы узнавали слово в документах и на переговорах.

◆ КАК ПОЛЬЗОВАТЬСЯ

Определения намеренно короткие — они дают опору, а не заменяют профильные источники. Точный смысл условия всегда живёт в конкретном договоре и юрисдикции, а не в словарной строке.

Аккредитованный инвестор (accredited investor)

Инвестор, отвечающий имущественным или доходным критериям регулятора (в США — правила SEC), которому разрешено участвовать в частных размещениях без стандартной защиты для розницы.

Альфа (alpha)

Доходность вложения сверх той, что объясняется рыночным риском; мера того, что управляющий добавил своим отбором и решениями.

Ангел-инвестор (angel investor)

Частное лицо, вкладывающее собственные деньги в компанию на ранней стадии, обычно до прихода институциональных фондов.

Антиразводнение (anti-dilution)

Условие, защищающее инвестора от обесценивания доли при последующем раунде по более низкой цене; чаще применяется мягкая формула взвешенного среднего.

Бета (beta)

Мера чувствительности актива к движению рынка: бета выше единицы означает, что актив колеблется сильнее рынка, ниже — слабее.

Венчурный капитал (venture capital)

Финансирование молодых быстрорастущих компаний в обмен на долю; ставка делается на то, что редкие крупные победы окупят множество неудач.

Венчурный метод оценки (VC method)

Способ оценки стартапа «от обратного»: прогнозируют стоимость при выходе и дисконтируют её к сегодняшнему дню по высокой требуемой доходности.

Вводный мультипликатор (EV/Revenue)

Отношение стоимости бизнеса к его выручке; грубый ориентир оценки, когда устойчивой прибыли ещё нет.

Вестинг (vesting)

График, по которому права на акции или опционы переходят к человеку постепенно, а не сразу; типично четыре года с «обрывом» (cliff) в первый год.

Вторичная сделка (secondary)

Купля-продажа уже существующих акций между инвесторами или сотрудниками; деньги идут продавцу, а не компании.

Год винтажа (vintage year)

Год, в котором фонд начал инвестировать; сильно влияет на итоговую доходность из-за фазы рыночного цикла.

Даун-раунд (down round)

Новый раунд по оценке ниже предыдущей; болезнен для ранних инвесторов и сотрудников из-за размывания долей.

Декакорн (decacorn)

Частная компания стоимостью от 10 млрд долларов.

Диверсификация (diversification)

Распределение вложений между разными активами, чтобы неудача одного не подкосила весь портфель.

Дисконт за неликвидность (DLOM)

Скидка к стоимости доли за то, что её нельзя быстро продать; для частных компаний бывает весьма существенной.

Дью-дилидженс (due diligence)

Тщательная проверка компании перед сделкой: финансы, юридические риски, команда, рынок.

Единорог (unicorn)

Частная компания с оценкой от 1 млрд долларов; термин ввела Эйлин Ли в 2013 году.

Каскад выплат (waterfall)

Порядок, в котором выручка от выхода распределяется между держателями разных классов акций согласно их преференциям.

Квалифицированный инвестор (qualified purchaser)

Более высокий, чем аккредитованный, порог допуска к некоторым частным фондам (в США — крупный размер инвестиционных активов; в РФ — свой набор критериев).

Комиссия за управление (management fee)

Ежегодная плата фонду за работу, обычно около 2% от привлечённого капитала, независимо от результата.

Корреляция (correlation)

Мера того, насколько два актива движутся вместе; значения от −1 до +1.

Коэффициент Шарпа (Sharpe ratio)

Доходность сверх безрисковой ставки на единицу риска (волатильности); чем выше, тем эффективнее вложение с точки зрения риска.

Кэрри (carried interest, carry)

Доля прибыли фонда, которую забирает управляющий, обычно 20% сверх возврата вложенного капитала инвесторам.

Лид-инвестор (lead investor)

Инвестор, задающий условия раунда — оценку и term sheet; за ним в сделку идут остальные участники синдиката.

Ликвидационная преференция (liquidation preference)

Право держателя привилегированных акций первым получить обратно вложенное (часто 1x) при продаже или ликвидации компании.

Локап (lock-up)

Период после IPO, когда инсайдеры не могут продавать акции; обычно 90–180 дней.

Метод Беркуса (Berkus method)

Ранняя оценка стартапа без выручки: нескольким качественным факторам (идея, команда, прототип и т.д.) присваивают фиксированную стоимость.

Обыкновенные и привилегированные акции (common / preferred)

Основатели и сотрудники держат обыкновенные акции, инвесторы — привилегированные, с преференциями и защитными правами.

Опционный пул (option pool)

Зарезервированные акции для будущих сотрудников; его создание или расширение размывает существующих акционеров.

Первичная сделка (primary)

Покупка новых акций напрямую у компании; деньги поступают в саму компанию на её развитие.

Переоценка по рынку (mark-to-market)

Отражение стоимости актива по текущей рыночной цене, а не по цене покупки; для частных активов часто это оценочная величина.

Пороговая ставка доходности (hurdle rate)

Минимальная доходность, которую фонд должен принести инвесторам, прежде чем управляющий начнёт получать carry.

Правило «2 и 20» (2/20)

Классическая модель вознаграждения фонда: 2% комиссии за управление в год плюс 20% от прибыли.

Прямой листинг (direct listing)

Выход на биржу без выпуска новых акций и андеррайтеров: существующие акционеры просто начинают торговать своими бумагами.

Прямые инвестиции (private equity)

Вложения в зрелые частные компании, часто с получением контроля и реструктуризацией; понятие шире, чем венчур.

Разводнение (dilution)

Уменьшение процентной доли акционера при выпуске новых акций.

Раунд финансирования (seed, Series A/B/C)

Последовательные этапы привлечения капитала: посевной — для запуска, А/В/С — для масштабирования, как правило на растущих оценках.

Синдикат (syndicate)

Группа инвесторов, совместно финансирующих один раунд во главе с лид-инвестором.

Скоринговый метод (scorecard method)

Оценка стартапа сравнением со средней оценкой похожих компаний с поправками на команду, рынок и продукт.

Современная портфельная теория (MPT)

Подход Гарри Марковица: портфель оптимизируют по соотношению доходности и риска, а не выбирают отдельные бумаги по отдельности.

Степенной закон (power law)

Закономерность венчура: небольшое число сделок приносит почти всю прибыль портфеля.

Тендерное предложение (tender offer)

Организованный компанией выкуп акций у сотрудников и ранних инвесторов по единой цене; частый способ дать ликвидность до IPO.

Терминальная стоимость (terminal value)

В модели DCF — стоимость бизнеса за пределами прогнозного периода; обычно составляет основную часть итоговой оценки.

Термшит (term sheet)

Краткий, как правило необязывающий документ с ключевыми условиями сделки: оценка, сумма, преференции, права сторон.

Участвующие привилегированные акции (participating preferred)

Преференция, при которой инвестор сначала получает вложенное обратно, а затем ещё участвует в остатке как обыкновенный акционер («двойное черпание»).

Форвардный контракт (forward contract)

Договор о передаче экономических прав на акции в будущем; на частном рынке применяют, когда прямая продажа ограничена.

Храповик (full ratchet)

Жёсткая форма антиразводнения: цена ранних акций пересчитывается полностью по новой низкой цене раунда, сильно ущемляя основателей.

Эффективная граница (efficient frontier)

Набор портфелей с максимальной доходностью при каждом уровне риска; смысловое ядро портфельной теории.

409A

Независимая оценка справедливой стоимости обыкновенных акций частной компании в США; на её основе назначают цену исполнения (страйк) опционов сотрудников.

CAPM (модель оценки капитальных активов)

Формула, связывающая ожидаемую доходность актива с безрисковой ставкой и его бетой относительно рынка.

cap table (таблица капитализации)

Реестр того, кто и сколько акций и опционов компании держит, с разбивкой по классам и долям.

DCF (дисконтированные денежные потоки)

Оценка бизнеса через приведение будущих денежных потоков к сегодняшней стоимости.

DPI (Distributed to Paid-In)

Отношение уже возвращённых инвесторам денег к вложенным; показывает реальную, а не бумажную отдачу фонда.

IPO (первичное публичное размещение)

Первый выход компании на биржу с продажей акций широкому кругу инвесторов.

IRR (внутренняя норма доходности)

Годовая доходность вложения с учётом сроков поступления денег; одна из ключевых метрик фондов.

J-кривая (J-curve)

Типичная траектория доходности фонда: сначала минус из-за комиссий и вложений, затем рост по мере выходов.

MOIC (Multiple on Invested Capital)

Во сколько раз выросли вложенные деньги без учёта времени; например, 3х.

post-money и pre-money

Оценка компании после и до вливания нового капитала; post-money равна pre-money плюс сумма раунда.

pre-IPO

Стадия и рынок инвестиций в зрелые частные компании незадолго до предполагаемого выхода на биржу.

QSBS (Qualified Small Business Stock)

Класс акций малого бизнеса в США, дающий при соблюдении условий существенную льготу по налогу на прирост капитала.

ROFR (right of first refusal)

Преимущественное право компании или инвесторов выкупить продаваемые акции раньше стороннего покупателя на тех же условиях.

SPAC (special purpose acquisition company)

Компания-пустышка, выходящая на биржу ради последующего слияния с реальным бизнесом, который так становится публичным.

SPV (special purpose vehicle)

Отдельное юрлицо, через которое группа инвесторов совместно вкладывается в одну сделку.

TVPI (Total Value to Paid-In)

Отношение всей стоимости фонда (возвращённого плюс текущего) к вложенному; общая отдача, включая ещё нереализованную, бумажную часть.

Хронология рынка частного капитала

Как из послевоенного эксперимента одного профессора выросла индустрия, где до биржи создаётся больше стоимости, чем на ней.

Даты ниже — опорные точки, а не строгие границы. Многие процессы шли годами и в разных местах одновременно; там, где событие спорно по дате, оно дано обобщённо.

1946

Рождение венчура: ARDC

Жорж Дорио основывает American Research and Development Corporation — первый институциональный венчурный фонд. Венчур становится профессией, а не привилегией семейных капиталов.

1957

«Вероломная восьмёрка»

Восемь инженеров уходят и основывают Fairchild Semiconductor — искра, из которой разгорится Кремниевая долина и её венчурная культура.

1958

Закон о SBIC

В США принимают Small Business Investment Act: государство софинансирует частные инвестфонды, дав молодой индустрии первый масштабный толчок.

кон. 1950-х

Формат limited partnership

Появляется структура «управляющий (GP) + инвесторы (LP)» с ограниченным сроком жизни фонда — она станет мировым стандартом венчура на десятилетия.

1968

Выход ARDC из Digital Equipment

Небольшая ставка в DEC оборачивается сотнями-кратной отдачей — ранний и наглядный пример «степенного закона»: одна сделка окупает весь фонд.

1971

IPO Intel

Полупроводники доказывают, что венчурные ставки способны родить компании-гиганты, а не только удачные эксперименты.

1972

Kleiner Perkins и Sequoia

На Сэнд-Хилл-Роуд основаны две фирмы, которые на десятилетия определяют облик отрасли и профинансируют многих будущих лидеров.

1976

Apple и Genentech

Основаны Apple и Genentech: венчур выходит за пределы «железа» — в потребительскую электронику и биотех.

1978–79

Смягчение «prudent man rule»

Разъяснения к пенсионному регулированию позволяют пенсионным фондам вкладывать в венчур. В отрасль приходят по-настоящему большие деньги.

1980

IPO Apple

Одно из самых громких размещений эпохи — символ союза технологий и венчурного капитала и раннего богатства сотрудников на опционах.

1994–95

Netscape

Основание и стремительное IPO Netscape запускают интернет-манию: рынок поверил, что веб изменит всё.

1995–99

Бум доткомов

Оценки взлетают, деньги льются почти в любой проект с «.com» в названии; прибыль отходит на второй план перед ростом аудитории.

2000

Крах доткомов

Пузырь лопается: множество компаний и фондов исчезают, а рынок надолго теряет аппетит к убыточному росту.

2002

Sarbanes-Oxley

После корпоративных скандалов ужесточают требования к публичным компаниям. Быть публичным становится дороже — и у бизнеса появляется стимул дольше оставаться частным.

2004

IPO Google

Google выходит на биржу через необычный «голландский аукцион», открывая новую волну интернет-гигантов.

2005

Y Combinator

Появляется модель акселератора: небольшие чеки и стандартизированные условия делают ранние инвестиции массовыми.

2009–10

Первые площадки вторички

Возникают SecondMarket и SharesPost: акции частных компаний впервые начинают организованно торговаться ещё до IPO.

2011

IPO LinkedIn

Размещение LinkedIn открывает волну IPO соцсетей, а бойкая внебиржевая торговля акциями Facebook привлекает внимание регуляторов.

2012

JOBS Act и IPO Facebook

Закон поднимает порог числа акционеров (с 500 до 2000), позволяя компаниям дольше не выходить на биржу. В том же году — громкое IPO Facebook.

2013

Термин «единорог»

Эйлин Ли называет так частные компании дороже 1 млрд долларов. Тогда их было около четырёх десятков — редкость, отсюда и образ.

2015–16

Эпоха единорогов

Их число быстро растёт; всё больше стоимости создаётся до биржи, а раунды поздних стадий раздуваются.

2017

SoftBank Vision Fund

SoftBank запускает фонд почти на 100 млрд долларов — беспрецедентный масштаб частных вложений, меняющий динамику поздних раундов.

2018

Прямой листинг Spotify

Крупная компания выходит на биржу без андеррайтеров и новых акций, задавая прецедент для прямых листингов.

2019

Провал IPO WeWork

Отменённое размещение WeWork и слабые дебюты Uber и Lyft остужают эйфорию вокруг «роста любой ценой».

2020

Пандемия и бум SPAC

Дешёвые деньги и всплеск активности выводят SPAC в моду — обходной путь на биржу для десятков компаний.

2021

Пик частных рынков

Рекордный год: прямой листинг Coinbase, пик SPAC, взлёт частных оценок и заметный рост вторичного рынка.

2022

Разворот ставок и крах FTX

Повышение ставок ФРС, обвал техакций и крах биржи FTX. Частные компании тихо режут оценки, раунды замедляются.

2023

Отрезвление

«Окно IPO» почти закрыто; редкие размещения (Arm, Instacart) идут осторожно. Ликвидность всё чаще ищут через tender offer и вторичные сделки.

2024

Волна ИИ и рост вторички

Ажиотаж вокруг искусственного интеллекта поднимает оценки лидеров, а сотрудники всё чаще получают деньги через организованные выкупы, а не IPO. Reddit открывает год возвращением IPO.



2025

Окно IPO приоткрывается

Возврат размещений (Chime, CoreWeave, Circle, Klarna, StubHub) — около 200 IPO за год, но нередко ниже частных пиков 2021-го. Вторичный рынок укрупняется: Charles Schwab договаривается о покупке Forge.



2026

Рекордные оценки и рекордные IPO

Частные ИИ-лидеры стоят сотни миллиардов, не выходя на биржу (Anthropic ≈965 млрд, OpenAI ≈850 млрд). SpaceX проводит крупнейшее IPO в истории; Nvidia скупает ИИ-стартапы. Стоимость создаётся до биржи как никогда прежде.



СКВОЗНАЯ ЛИНИЯ

Из десятилетия в десятилетие видно одно и то же: компании остаются частными всё дольше, и значимая часть их роста приходится на время до биржи. Именно поэтому рынок pre-IPO стал отдельным миром со своими правилами.

Что читать дальше

Короткая, честная подборка. Только то, что реально существует и стоит вашего времени — с оговоркой, где источник платный или устаревает.

Одна книга не сделает вас инвестором, но несколько правильных сэкономят годы. Ниже — материалы, разложенные по назначению: понять индустрию, посчитать оценку, свериться с первоисточником и увидеть, как устроены площадки.

Книги

- **«Venture Deals», Брэд Фелд и Джейсон Мендельсон.** Как на самом деле устроены term sheet и переговоры с фондами. Практично, без воды — лучший вход в механику сделок для основателя и инвестора.
- **«The Power Law», Себастьян Маллаби.** История венчурной индустрии и её главного принципа: несколько попаданий делают всю доходность. Читается как хороший нон-фикшн, а не учебник.
- **«Secrets of Sand Hill Road», Скотт Купор.** Взгляд изнутри фонда (Andreessen Horowitz): кто такие LP и GP, как считают оценки, откуда берутся условия. Полезно, чтобы понять мотивы «той стороны стола».
- **«Zero to One», Питер Тиль.** Провокационный взгляд на стартапы и монополии роста. Спорно и однобоко местами, но задаёт полезную рамку мышления о том, что вообще становится крупной ставкой.
- **«Investment Valuation», Асват Дамодаран.** Фундаментальный учебник по оценке компаний: DCF, мультипликаторы, стоимость капитала. Тяжеловесно, зато системно и на всю жизнь.
- **«The Dark Side of Valuation», Асват Дамодаран.** Про то, как оценивать компании без прибыли, молодые и быстрорастущие — то есть ровно наш случай. Честно признаёт, где цифры становятся зыбкими.
- **«Portfolio Selection» и работы Гарри Марковица.** Первоисточник современной портфельной теории. Для тех, кто хочет понять диверсификацию и риск у самого истока, а не в пересказе.
- **«The Four Pillars of Investing», Уильям Бернстайн.** Спокойная классика об asset allocation и о том, как собрать разумный портфель. Полезно, чтобы отвести pre-IPO ту скромную долю,

которую он и заслуживает.

Данные и аналитика

- **PitchBook.** Отраслевой стандарт по сделкам, раундам и оценкам частных компаний. Данные глубокие, но подписка дорогая — чаще инструмент профессионалов, чем частного инвестора.
- **CB Insights.** Аналитика по стартапам, единорогам и трендам рынка. Часть материалов и рассылок открыта, полная глубина — по подписке.
- **Crunchbase.** База компаний, основателей и раундов. Есть бесплатный уровень для беглой проверки фактов; расширенные фильтры и экспорт — платные.

♦ ПРО ЦИФРЫ

Оценки частных компаний быстро устаревают и в разных базах расходятся. Любую конкретную цифру перепроверяйте по дате и источнику, а к «оценкам в переговорах» относитесь как к намерению, а не факту.

Регуляторы и первоисточники

- **SEC — Regulation D.** Правила частных размещений в США: кто и на каких условиях может привлекать капитал вне биржи. Бесплатно на sec.gov, это первоисточник, а не пересказ.
- **SEC — Rule 144.** Условия перепродажи «ограниченных» бумаг, купленных в частной сделке. Важно понимать заранее, если планируете когда-либо выходить из позиции.
- **SEC — определение аккредитованного инвестора.** Официальные критерии допуска к частным сделкам; полезно свериться, подходите ли вы под них формально.
- **Закон «О рынке ценных бумаг» и акты Банка России.** Для российского инвестора — критерии «квалифицированного инвестора» и рамки допуска к иностранным и частным инструментам. Читайте актуальную редакцию: правила регулярно меняются.

Платформы

- **Forge (Forge Global).** Площадка вторичного рынка акций частных компаний в США; ориентируйтесь на то, как устроен доступ к таким бумагам.
- **EquityZen.** Доступ к вторичным сделкам для аккредитованных инвесторов, нередко через SPV с минимальными порогами входа.

- **Nasdaq Private Market.** Инфраструктура для организованных выкупов (tender offer) и вторичной торговли — чаще со стороны самих компаний.
- **AngelList.** Платформа синдикатов и небольших венчурных фондов для ранних стадий; удобна, чтобы увидеть, как устроены совместные сделки.



ВАЖНАЯ ОГОВОРКА

Все названия выше приведены как ориентир, а не рекомендация. Доступ, комиссии и минимальные суммы зависят от вашей юрисдикции и статуса инвестора и со временем меняются. Эта книга — не инвестиционная рекомендация; окончательное решение и его последствия всегда на вас.

Источники

Ссылки на первоисточники ключевых утверждений — по частям книги. Мы указываем автора, организацию и год; там, где домен общеизвестен, приводим его. Точные адреса отдельных страниц не даются намеренно — сайты и нумерация правил меняются, а первоисточник ищется по названию.

Главы 1, 4 и 23 — Частный рынок и доступ инвесторов

1. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). «Private Placements — Regulation D Offerings». Обзор освобождений от регистрации при частном размещении. SEC, investor.gov, регулярно обновляется.
2. FINRA. «Private Placements» и материалы для инвесторов о рисках непубличных бумаг. Financial Industry Regulatory Authority, finra.org.

Главы 1, 6 и 23 — Регулирование и доступ (кто и как может покупать)

1. SEC. «Regulation D» (Rules 501–506), 17 CFR § 230.501 и далее. Определения и условия частных размещений. SEC / Electronic Code of Federal Regulations, ecfr.gov.
2. SEC. «Rule 501 — Definition of Accredited Investor». Пороги по доходу и чистому капиталу, категории квалификации. SEC, обновление определения — 2020.
3. SEC. «Rule 144 — Selling Restricted and Control Securities». Условия и сроки удержания при перепродаже ограниченных бумаг. SEC, sec.gov.
4. U.S. Congress. «Jumpstart Our Business Startups Act» (JOBS Act), Pub. L. 112-106, 2012. Смягчение правил привлечения капитала и краудфандинга; лимит держателей до регистрации. Congress.gov.
5. FINRA. Правила пригодности (suitability) и надзора за размещениями. FINRA, finra.org.

Главы 3, 6, 20 и 25 — Рынок, бенчмарки и метрики PE/VC

1. Cambridge Associates. «US Private Equity Index» и «US Venture Capital Index» (бенчмарки доходности, IRR и мультипликаторы по vintage-годам). Cambridge Associates LLC, cambridgeassociates.com. Методология по денежным потокам; данные частично платные.
2. Preqin. Отчёты и базы по private capital (fundraising, dry powder, performance). Preqin Ltd., preqin.com. Подписочный доступ; охват — самоотчётность управляющих.
3. PitchBook. «Private Market Data», ежеквартальные обзоры VC/PE. PitchBook Data, Inc. (Morningstar), pitchbook.com. Подписочный доступ.
4. CB Insights. «The Complete List of Unicorn Companies» и отчёты «State of Venture». CB Insights, cbinsights.com. Часть данных открыта, полные наборы — платные; оценки основаны на объявленных раундах.

Главы 6 и 15 — «Единорог» и распределение доходности

1. Aileen Lee. «Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups». TechCrunch, 2013. Введение термина «unicorn» для стартапов с оценкой от \$1 млрд.
2. Correlation Ventures. Анализ распределения венчурных исходов (2004–2018): около 65% сделок возвращают < 1×, свыше 10× — единицы процентов. В изложении S. Levine (VC Adventure) и профильных обзоров.

Глава 5 и хронология — История венчурного капитала

1. Sebastian Mallaby. «The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future». Penguin Press, 2022.
2. Scott Kupor. «Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It». Portfolio / Penguin, 2019.
3. Tom Nicholas. «VC: An American History». Harvard University Press, 2019. В т. ч. история ARDC и первых фондов.

Главы 9–14 — Оценка и скидка за неликвидность

1. Aswath Damodaran. «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset». 3-е изд., Wiley, 2012.
2. Aswath Damodaran. «The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses». 3-е изд., FT Press, 2018. Оценка молодых и непубличных компаний.
3. Aswath Damodaran. Материалы и данные по DLOM (Discount for Lack of Marketability) и illiquidity discount. Stern School of Business, NYU, pages.stern.nyu.edu/~adamodar.

Главы 18–19 — Портфельная теория и модели доходности

1. Harry Markowitz. «Portfolio Selection». The Journal of Finance, т. 7, № 1, 1952. Основа современной портфельной теории (MPT); Нобелевская премия по экономике 1990.
2. William F. Sharpe. «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk». The Journal of Finance, т. 19, № 3, 1964. Модель CAPM; Нобелевская премия по экономике 1990.

Глава 20 — Неликвидность, сглаживание и «отмывание волатильности»

1. Clifford S. Asness. «Volatility Laundering» и связанные заметки об иллюзии низкой волатильности неликвидных активов. AQR Capital Management, aqr.com, 2019–2023.
2. David M. Geltner. «Smoothing in Appraisal-Based Returns». The Journal of Real Estate Finance and Economics, 1991.
3. David M. Geltner. «Estimating Market Values from Appraised Values without Assuming an Efficient Market». Journal of Real Estate Research, 1993. Методы de-smoothing.
4. Antti Ilmanen. «Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards». Wiley, 2011. Премии за риск и неликвидность.

Главы 16–17 — Провалы и уроки риск-менеджмента

1. The We Company (WeWork). Форма S-1 (Registration Statement), поданная в SEC, 2019. Первоисточник по структуре и рискам несостоявшегося IPO. SEC EDGAR.
2. SEC и Министерство юстиции США (DOJ). Материалы по делу Theranos: обвинения SEC (2018) и уголовное дело против Элизабет Холмс; приговор — 2022. sec.gov, justice.gov.
3. Министерство юстиции США (DOJ) и SEC. Банкротство FTX (2022) и уголовное дело против Сэма Бэнкмана-Фрида; обвинительный приговор — ноябрь 2023, приговор — март 2024. justice.gov, courts.gov.

4. Byju's: обесценивание с $\approx \$22$ млрд до ~ 0 (маркдаун BlackRock $\sim -95\%$, 2024) и последующее банкротство. TechCrunch, Inc42, судебные материалы, 2024–2025.
5. Northvolt: банкротство (Chapter 11 в США, 2024; Швеция, 2025) и распродажа активов. Reuters, Electrive, 2024–2026.

Обновления рынка (2024–2026)

1. Renaissance Capital. Годовые обзоры рынка IPO США (2021–2025): число размещений и привлечённый капитал (без учёта SPAC). renaissancicapital.com.
2. McKinsey & Company. «Global Private Markets Review / Report» (2024–2026): активы под управлением на частных рынках. mckinsey.com.
3. Preqin. «Private Markets in 2030» (2025): прогноз роста альтернативных активов. preqin.com.
4. CB Insights. Трекер единорогов и обзоры ИИ-сектора (2025): число и суммарная оценка частных компаний-миллиардеров.
5. Forge Global (NYSE: FRGE) и отраслевые обзоры (Bloomberg): объёмы вторичного рынка private-акций и консолидация площадок, 2024–2025.

Оговорка о данных. Часть отраслевой статистики (Preqin, PitchBook, полные наборы CB Insights, индексы Cambridge Associates) распространяется по платной подписке, а методологии сбора различаются: бенчмарки строятся на самоотчётности управляющих, оценки частных компаний — на объявленных условиях раундов, а не на рыночной цене. Поэтому одни и те же величины (медианные IRR, число «единорогов», мультипликаторы) у разных провайдеров расходятся. Сверяйте определения и период выборки, прежде чем сравнивать цифры между собой.



Предметный указатель

Ключевые термины и номера глав, где они разбираются.

Аккредитованный инвестор — гл. 1, 23

Альфа — гл. 19

Анти-разводнение (anti-dilution) — гл. 13

Бета — гл. 19

Беркус, метод — гл. 12

Венчурный метод оценки — гл. 12

Вторичная сделка (secondary) — гл. 4, 8

Выход (exit) — гл. 22, 23

Диверсификация — гл. 18, 21

Down-раунд — гл. 7

Дью-дилидженс (due diligence) — гл. 24

Единорог — гл. 6

Локап (lock-up) — гл. 23

Ликвидационная преференция — гл. 13

Корреляция — гл. 18

Первичная сделка (primary) — гл. 4

Переоценка (mark-to-market) — гл. 14

Плата за управление (management fee) — гл. 3, 23

Порог доходности (hurdle rate) — гл. 23

Право преимущественного выкупа (ROFR) — гл. 8

Прогонный форвард (forward) — гл. 8, 23

Разводнение (dilution) — гл. 2, 4

Ратчет (ratchet) — гл. 13

Синдикат — гл. 3, 23

Токенизация — гл. 25

Тендерное предложение (tender offer) — гл. 4, 8

Терминальная стоимость (terminal value) — гл. 11

Эффективная граница — гл. 18

«Отмывание волатильности» (volatility laundering) — гл. 20

2/20 — гл. 3, 23

409A, оценка — гл. 13

ARDC — гл. 5

CAPM — гл. 19

Cap table — гл. 4

Carry (carried interest) — гл. 3, 23

Common / preferred (акции) — гл. 13

DCF — гл. 11

De-smoothing — гл. 20

Direct listing — гл. 23

DLOM (скидка за неликвидность) — гл. 14

DPI — гл. 14

ELTIF — гл. 25

EV/Revenue — гл. 10

FTX — гл. 16

IPO — гл. 23

IRR — гл. 14

J-кривая — гл. 20

JOBS Act — гл. 6

Kleiner Perkins — гл. 5

Markowitz, Гарри — гл. 18

MOIC — гл. 14

MPT (портфельная теория) — гл. 18

Post-money — гл. 2, 9

Power law — гл. 15

Pre-IPO — гл. 1, 2

Pre-money — гл. 2, 9

QSBS — гл. 22

Reg D (Regulation D) — гл. 23

Rule 144 — гл. 4

Scorecard, метод — гл. 12

Sequoia Capital — гл. 5, 15

SoftBank (Vision Fund) — гл. 6, 16

SPAC — гл. 7, 23

SPV — гл. 3, 23

Theranos — гл. 16

TVPI — гл. 14

Vintage (год винтажа) — гл. 21

Waterfall (каскад распределения) — гл. 13

WeWork — гл. 16

Шарпа коэффициент — гл. 20

До биржи

Путеводитель инвестора по рынку pre-IPO. Издание 2026 года. Схемы и диаграммы – векторные, отрисованы вручную и одинаково читаются на светлой и тёмной теме.

Материал носит образовательный характер и не является инвестиционной рекомендацией. Pre-IPO – высокорисковый неликвидный класс активов. Оценки и цифры быстро меняются – сверяйтесь с первоисточниками.

Выходные данные: учебное издание 2026 года. Дата актуальности материала – середина 2026 года. Открытое учебное пособие; включает практикум с заданиями, приложение «Источники» и предметный указатель.

Рыночные цифры (оценки частных гигантов, статистика IPO 2021–2025, объёмы вторичного рынка) приведены на указанную дату и быстро меняются. Материал не является инвестиционной рекомендацией. Все упомянутые торговые марки принадлежат их владельцам. © 2026.