

Алескеров Станислав Игоревич

канд. юрид. наук, заместитель генерального директора

ООО «Национальная Компьютерная Корпорация»

г. Москва

IPO КАК СТРЕСС-ТЕСТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, А НЕ НАГРАДА ЗА ПРОШЛЫЕ УСПЕХИ

Аннотация: статья рассматривает первичное публичное размещение акций (IPO) не как завершающий этап успешной истории компании, а как переход к новому, значительно более жёсткому режиму проверки качества корпоративного управления. На материале российского рынка IPO 2023–2026 гг. в сфере информационных технологий показано, что переоценка рынком стоимости публичных ИТ-компаний носит системный, а не единичный характер. Анализируется зарубежный кейс SpaceX (июнь 2026 года, оценка около 1,75 трлн долларов) как предельный случай сознательно раскрытой концентрации контроля в структуре с двумя классами акций. Отдельное внимание уделено дополнительному слою риска, связанному со структурой владения контролирующего акционера, и использованию искусственного интеллекта в процессе принятия корпоративных решений. Предлагаются практические рекомендации для юридической и комплаенс-функции компаний, готовящихся к выходу на биржу.

Ключевые слова: IPO, корпоративное управление, комплаенс, структура акционерного капитала, двойной класс акций, раскрытие информации, риск-менеджмент, искусственный интеллект, Группа Астра, SpaceX.

1. Введение.

IPO принято подавать как финал успешной истории компании – как публичное признание рынком её масштаба, устойчивости и потенциала роста. Практика последних лет в России и за рубежом показывает обратное: размещение акций – это не награда за пройденный путь, а начало более жёсткой и постоянной проверки того, насколько компания действительно управляема. До выхода на биржу решения принимаются в логике частного бизнеса: собственник или узкий круг

акционеров быстро согласует шаг, изменит приоритет, снимет спорный вопрос без формальной процедуры. После IPO компания оказывается под постоянным наблюдением рынка, миноритарных акционеров, совета директоров, регулятора и прессы – и то, что раньше решалось «на уровне договорились», должно быть формализовано, объяснимо и воспроизводимо при первом же ухудшении конъюнктуры.

Актуальность темы для юридической и комплаенс-функции обусловлена тем, что именно этот переход – от частного к публичному режиму управления – формирует основную часть послеразмещенческих рисков: не темпы роста бизнеса, а качество структуры принятия решений, дисциплина раскрытия информации и прозрачность отношений с контролирующим акционером. В статье последовательно рассматриваются: динамика российского рынка IPO в 2023–2026 гг. с акцентом на технологический сектор; кейс «Группы Астра» как показательный пример разрыва между стартовым спросом и среднесрочной устойчивостью оценки; системный характер проблемы на примере ряда IT-эмитентов; IPO SpaceX как крупнейшее размещение в истории и одновременно предельный случай сознательного раскрытия концентрации контроля; дополнительный слой риска, связанный со структурой владения контролирующего акционера; и практические рекомендации для юридической функции.

2. Российский рынок IPO 2023–2026 гг.: от бума к охлаждению.

2023 год стал годом заметного оживления рынка: на Московской бирже было проведено восемь полноценных IPO на общую сумму немногим более 40 млрд рублей, причём частные инвесторы выкупили более половины размещённых акций, а по ряду выпусков – свыше 85% [1]. Наиболее заметным техническим кейсом года стало размещение «Группы Астра» в октябре 2023 года: компания разместила 10,5 млн акций (5% уставного капитала) по цене 333 рубля за акцию, книга заявок была переподписана многократно, а котировки выросли на 40% в первый день торгов и ещё на 20% – во второй [2]. В 2024 году рынок продолжил расти количественно: состоялось размещение «Диасофта» (13 февраля

2024 года, рост котировок на 40% в первый день торгов), а вслед за ним – IVA Technologies, «Группы Аренадата» и ряда других ИТ-компаний [3].

Однако уже к 2025–2026 гг. этот рост сменился системным охлаждением оценок. По данным августовского обзора инвестиционного банка «Синара», лишь треть акций компаний, дебютировавших на бирже начиная с 2024 года, торгуется выше цены размещения; остальные бумаги – ниже цены IPO, что аналитики связывают с повышенной волатильностью и высокой ключевой ставкой Банка России [9]. К январю 2026 года акции большинства публичных ИТ-компаний потеряли в цене за предыдущий год: «Группа Позитив» подешевела на 45%, «Диасофт» – на 48%, «Группа Астра» – на 34%, «Группа Аренадата» – на 28%, ВУШ Холдинг (Whoosh) – на 26%, Softline – на 21%, «Каршеринг Россия» (Делимобиль) – на 21%; заметным исключением стала компания «Базис», акции которой выросли на 33% с момента IPO [8]. Падение затронуло компании с принципиально разной операционной моделью и разным финансовым состоянием – то есть речь идёт не о единичных ошибках отдельных эмитентов, а о системной переоценке рынком премии, которую он готов платить за публичный статус в условиях высокой ставки и геополитической неопределённости.

3. Где начинается потеря стоимости.

Обычно стоимость теряется не в заголовке об IPO, а в операционной и управленческой реальности компании уже после размещения.

Размытые полномочия. Если неясно, кто именно принимает ключевые решения, бизнес продолжает жить в режиме ручного управления даже после выхода на биржу, что замедляет сделки и провоцирует внутренние конфликты – тогда как рынок ждёт от публичной компании обратного: предсказуемости и скорости.

Разрыв между советом директоров, менеджментом и акционерами. Разные горизонты планирования и разные ожидания от результата на этих трёх уровнях снижают скорость принятия решений, а на публичном рынке скорость и предсказуемость нередко ценятся почти так же высоко, как финансовый результат.

Отсутствие дисциплины в управлении рисками. Кейс «Диасофта» показатель: компания демонстрировала сильные позиции на рынке автоматизированных банковских систем и портфель заказов на 22,7 млрд рублей, однако рост налоговой нагрузки с 2026 года (НДС на программное обеспечение из реестра вырос с 0% до 22%, страховые взносы – с 7,6% до 15%) наложился на высокую долю расходов на персонал (63% от выручки) и сокращающийся денежный резерв, что привело к падению котировок на 25% с начала 2026 года при снижении отраслевого индекса всего на 7% [10]. Это пример разрыва между качеством продукта и устойчивостью финансовой модели к изменению внешних условий – то есть именно того типа риска, который должен быть заранее просчитан и раскрыт инвесторам, а не обнаружен постфактум.

Позднее подключение юридической и комплаенс-функции. Если legal включается только на финальной стадии сделки, а не в момент её структурирования, компания впоследствии платит временем, репутацией и деньгами – уже в статусе публичного эмитента, где цена такой ошибки кратно выше.

4. Кейс «Группы Астра»: от переподписки к историческим минимумам.

ИРО «Группы Астра» в октябре 2023 года стало образцовой историей роста: спрос инвесторов многократно превысил предложение, компания стала первым публичным представителем российского рынка инфраструктурного ПО на Московской бирже, а котировки выросли на 40% и 20% в первые два дня торгов [2]. Последующая динамика, однако, наглядно показывает разрыв между стартовым ажиотажем и среднесрочной устойчивостью оценки. 29 сентября 2025 года акции впервые с момента размещения опустились ниже цены ИРО, а к середине октября 2025 года торговались примерно на 17% ниже неё – аналитики связывали это с сокращением налоговых льгот для ИТ-отрасли с 2026 года и более консервативными ожиданиями по денежно-кредитной политике [4]. Падение продолжилось и в 2026 году: 1 июня 2026 года акции обвалились почти на 17% за один день, обновив исторические минимумы на фоне выхода крупного инвестора из бумаги [5], а понижение прогноза менеджмента на 2026 год после невыполнения собственного гайденса на 2025 год усилило давление на котировки [6].

Показательно, что сама компания в этот период не бездействовала: совет директоров одобрил обратный выкуп до 4 млн акций (около 2% капитала) для пополнения квазиказначейского пакета под программы мотивации и M&A, были выплачены дивиденды за 2025 год (982 млн рублей, 4,68 рубля на акцию, доходность 1,8%), приобретена доля в 26% в разработчике ИИ «АИБ», и запущен центр «Астра ИИ» для интеграции ИИ-функций в продукты экосистемы [7]. То есть операционно и стратегически компания продолжала развиваться – но рынок при этом требовал от неё уже не подтверждения темпов роста, а доказательств устойчивости бизнес-модели, прозрачности сделок с акционером и ясного прогноза, чего компания на протяжении 2025–2026 гг. дать не смогла в полной мере. «Астра» в этом смысле – не столько история неудачи конкретного эмитента, сколько напоминание общего порядка: успешная подписка книги заявок не создаёт кредита доверия на среднесрочную перспективу, а лишь открывает период, в котором это доверие нужно подтверждать заново на каждой отчётной дате.

5. Системный, а не единичный характер проблемы.

Случай «Астры» – не исключение, а часть более широкой картины. Совокупность сопоставимых российских ИТ-эмитентов показывает, что коррекция затронула компании с разными бизнес-моделями и разной степенью зрелости: акции «Группы Позитив» за 2025 год подешевели на 45%, «Диасофта» – на 48%, «Группы Аренадата» – на 28%, ВУШ Холдинг (Whoosh) – на 26%, Softline – на 21%, «Каршеринг Россия» (Делимобиль) – на 21% [8]. Из компаний, вышедших на биржу с начала 2024 года, лишь около трети торгуются выше цены размещения [9]. Единственным заметным исключением стала компания «Базис», акции которой выросли на 33% с момента IPO [8] – что подтверждает: рынок по-прежнему готов вознаграждать отдельные истории, но делает это избирательно и всё более требовательно к прозрачности управления, а не только к темпам роста выручки.

Для юридической функции этот системный характер коррекции важен методологически: он означает, что нельзя списывать снижение капитализации отдель-

ного эмитента на специфику его продукта или рынка – необходимо системно проверять, насколько компания заранее заложила в equity story устойчивость к изменению макроусловий (ставка, налоги, регуляторика) и насколько прозрачно она способна объяснять инвесторам источники отклонения от прогноза, когда оно происходит.

6. SpaceX: крупнейшее IPO в истории как обратный тест governance.

Кейс SpaceX интересен не как история успеха или провала конкретного эмитента, а как предельный случай, показывающий: governance-тест, который проходит компания при выходе на биржу, не сводится к вопросу «кто принимает решения» – он включает и вопрос о том, готов ли рынок платить премию за публично признанную концентрацию контроля в руках одного человека.

20 мая 2026 года SpaceX (Space Exploration Technologies Corp.) подала в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) заявление на первичное публичное размещение акций под тикером SPCX на бирже Nasdaq [11]. 12 июня 2026 года состоялось размещение: компания продала около 555,6 млн акций по цене 135 долларов за акцию, привлекла 75 млрд долларов (с учётом опциона андеррайтеров объём сделки мог достигать 86 млрд долларов), а оценка компании составила порядка 1,75–1,78 трлн долларов – это крупнейшее IPO за всю историю фондового рынка, более чем втрое превысившее прежний рекорд Alibaba 2014 года [12; 13].

Структура корпоративного управления SpaceX построена так, чтобы полностью исключить риск утраты контроля основателем. Компания использует двухклассовую структуру акций: обыкновенные инвесторы получают акции класса А с одним голосом на акцию, тогда как Илон Маск владеет акциями класса В с десятью голосами на акцию. При экономической доле около 41% Маск контролирует порядка 82–85% голосов [14]. Более того, согласно раскрытым документам, отстранение Маска с поста в совете директоров возможно только голосованием держателей акций класса В – то есть, по существу, только его собственным голосованием [15]. Деловые СМИ прямо охарактеризовали предстоящее размещение

как «референдум о доверии к Илону Маску»: целевая оценка компании предполагала мультипликатор цена/прибыль на уровне около 100, значительно превышающий сопоставимые показатели отрасли [18].

Последующая динамика котировок подтвердила, что рынок принял эту структуру, но не избавил компанию от волатильности, характерной для любого крупного post-IPO актива. Акции достигли исторического максимума в 225,64 доллара 16 июня 2026 года, после чего последовала выраженная коррекция: к 29 июля 2026 года бумаги закрылись на отметке 112,55 доллара – на 17% ниже цены размещения и примерно на 50% ниже внутридневного максимума, а 3 августа 2026 года был зафиксирован минимум в 104,83 доллара [16]. Среди причин коррекции аналитики называют транш разблокировки инсайдерских пакетов 6 августа 2026 года (позволяющий продать до 20% ограниченных holdings), размытие капитала примерно на 3,4% в результате объявленного 16 июня поглощения компании Cursor за 60 млрд долларов и угасание вынужденного индексного спроса после ускоренного включения в Nasdaq-100 [16]. К концу августа 2026 года акции стабилизировались в диапазоне около 136–140 долларов [17].

Для целей настоящей статьи значим не сам факт волатильности – она типична для любого мегаразмещения, – а то, что даже полностью прозрачно раскрытая, юридически безупречно оформленная и заранее объявленная концентрация контроля не снимает с компании необходимости постоянно подтверждать инвесторам качество своих решений. Отличие от российских кейсов в том, что рынок SpaceX явно оценил риск концентрации контроля заранее и заложил его в цену, тогда как в ряде российских размещений степень непрозрачности отношений с контролирующим акционером и структуры принятия решений становится очевидна инвесторам только постфактум, по мере ухудшения конъюнктуры.

7. Дополнительный слой риска: структура владения.

Отдельного внимания юридической функции заслуживает то, что происходит на уровне мажоритарного акционера, а не только внутри самой публичной компании. Даже при сильных операционных показателях эмитента структура владения – концентрация контроля, использование сделок репо или иных форм

финансирования под залог акций публичной компании, участие мажоритария в разнородных непубличных активах – формирует самостоятельный контур рисков для миноритариев. Такие механизмы юридически допустимы и распространены; кейс SpaceX показывает, что рынок способен принять даже предельную степень концентрации контроля, если она раскрыта заранее и последовательно, – но подобные механизмы требуют повышенной прозрачности раскрытия: рынок закладывает в оценку не только показатели самого эмитента, но и то, насколько предсказуемо будет вести себя контролирующий акционер в кризисной фазе цикла. Для юридической и комплаенс-функции это означает необходимость заранее выстраивать процедуры раскрытия информации о сделках с контролирующими акционерами и о заложенных пакетах – не как формальность для соответствия требованиям биржи, а как часть защиты стоимости компании.

8. Новый слой: искусственный интеллект в принятии решений.

К теме governance сегодня добавился ещё один слой – использование ИИ в принятии решений, причём это уже не гипотетический, а практический вопрос: «Группа Астра», например, в 2026 году приобрела 26% разработчика ИИ «АИБ» и запустила центр «Астра ИИ» для интеграции ИИ-функций в продукты экосистемы [7]. AI ускоряет анализ, автоматизирует рутину, сокращает время на проверки. Но именно здесь возникает новый риск: компания начинает путать скорость с качеством. Если решения становятся слишком автоматизированными, а контроль за их логикой слабый, возникает иллюзия управляемости, тогда как на деле бизнес может стать более хрупким, чем раньше. Вопрос для совета директоров сегодня звучит не «используем ли мы AI», а «можем ли мы объяснить, проверить и защитить то, как AI влияет на наши решения» – и это структурно та же проверка, что и post-IPO governance в целом: рынок и регулятор не прощают непрозрачность.

9. Governance как защита стоимости.

Корпоративное управление часто воспринимают как формальность для инвесторов, банков и регуляторов. Это ошибка. На практике governance – это инфраструктура, защищающая стоимость компании: она определяет, кто принимает

решения, как они проходят через уровни управления, как фиксируются и управляются конфликты интересов, как компания реагирует на внешнее давление. Чем сложнее структура группы – особенно если публичная компания встроена в более широкий периметр активов контролирующего акционера, как это происходит в большинстве рассмотренных российских кейсов, – тем дороже обходится слабая управленческая конструкция. Пример SpaceX показывает и обратную сторону тезиса: даже предельно жёсткая, но прозрачно раскрытая структура контроля может быть принята рынком – при условии, что компания способна убедительно объяснять инвесторам логику своих решений на каждом этапе.

10. Рекомендации для юридической функции.

Компании, готовящейся к IPO или уже работающей как публичный бизнес, недостаточно инвесторов и убедительной equity story. Юридической и комплаенс-функции стоит заранее обеспечить:

- понятную и документированную карту полномочий по ключевым решениям;
- работающий контур взаимодействия совет директоров – менеджмент – акционеры;
- формализованные процедуры одобрения крупных сделок и сделок со связанными сторонами;
- встроенный, а не декларативный risk management, включая стресс-тестирование финансовой модели на изменение налоговой нагрузки, ставки и регуляторной среды;
- раннее, а не постфактум, участие legal и compliance в структурировании решений;
- прозрачные процедуры раскрытия информации о финансировании и обременении пакетов контролирующих акционеров, а при высокой концентрации контроля – заблаговременное и полное раскрытие её условий инвесторам;
- понятную и объяснимую модель применения AI и цифровых инструментов в процессе принятия решений;

– план коммуникации с рынком на случай отклонения фактических результатов от гайденса, данного при размещении.

11. Заключение.

IPO не делает компанию сильнее автоматически – оно лишь быстро показывает, насколько она действительно управляема. Российский рынок IT-IPO 2023–2026 гг. и крупнейшее в истории размещение SpaceX, при всей разнице масштабов и юрисдикций, подтверждают один и тот же тезис: рынок сегодня проверяет не только темпы роста, но и зрелость – умеет ли компания принимать решения без хаоса, объяснять их инвесторам и сохранять дисциплину, когда на неё смотрят особенно внимательно. Капитализация может вырасти быстро, как показала переподписка книги заявок «Астры» в 2023 году или ажиотажный спрос на акции SpaceX в 2026 году. Удерживается она только тогда, когда компания и её структура владения умеют работать предсказуемо, прозрачно и без внутреннего хаоса – а именно эта способность, а не день старта торгов, и есть подлинный результат IPO.

Список литературы

1. IPO 2023 // Смарт-лаб. Финансовый словарь. – URL: <https://smart-lab.ru/finansoviy-slovar/IPO-2023> (дата обращения: 25.08.2026).
2. IPO Группа Астра // Смарт-лаб. Финансовый словарь. – URL: <https://smart-lab.ru/finansoviy-slovar/IPO-Astra> (дата обращения: 25.08.2026).
3. Рынок IPO 2024 // ББР Брокер. – URL: https://bbrbroker.ru/journal/exchanges/rynok_ipo_2024/ (дата обращения: 25.08.2026).
4. Рынок акций Группа Астра: обновление целевой цены // Альфа-Банк. – URL: https://alfabank.servicecdn.ru/site-upload/56/8c/9440/ALFA_ASTR_TP_update_17Oct25.pdf (дата обращения: 25.08.2026).
5. Акции Группы Астра упали на 17% // Альфа Инвестор. – URL: <https://alfabank.ru/alfa-investor/t/aktsii-gruppy-astra-upali-na-17-/> (дата обращения: 25.08.2026).
6. Группа Астра (ASTR): котировки и новости // Т-Банк Инвестиции. – URL: <https://www.tbank.ru/invest/stocks/ASTR/> (дата обращения: 25.08.2026).

7. Форум по акциям Группа Астра (ASTR) // Т-Банк Пульс. – URL: <https://www.tbank.ru/invest/stocks/ASTR/pulse/> (дата обращения: 25.08.2026).
8. Акции большинства ИТ-компаний упали за последний год // ComNews. – URL: <https://www.comnews.ru/content/243041/2026-01-13/2026-w03/1007/akcii-bolshinstva-it-kompaniy-upali-za-posledniy-god> (дата обращения: 25.08.2026).
9. «Синара»: только треть акций после IPO в 2024–2025 годах выросли в цене // РБК Инвестиции. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6891fb679a794715eb1cdafe> (дата обращения: 25.08.2026).
10. Как «убивали» Диасофт: от IPO до вывода миллиардов // Т-Банк Пульс. – URL: <https://www.tbank.ru/invest/social/profile/RustTradeInvest/703248cb-36cc-402a-bb8a-fef83f309cdc/> (дата обращения: 25.08.2026).
11. SpaceX подала заявку на первичное размещение акций // Fontanka.ru. – URL: <https://www.fontanka.ru/2026/05/20/76431749/> (дата обращения: 25.08.2026).
12. Все, что нужно знать про IPO SpaceX // Хабр. – URL: <https://habr.com/ru/articles/1046590/> (дата обращения: 25.08.2026).
13. SpaceX готовится к проведению крупнейшего IPO в истории // RB.ru. – URL: <https://rb.ru/news/spacex-gotovitsya-k-provedeniyu-krupneyshego-ipo-v-istorii-kompaniya-ilona-maski-planiruet-privlech-75-mlrd/> (дата обращения: 25.08.2026).
14. IPO компании SpaceX: хорошая попытка, но нет // Хабр. – URL: <https://habr.com/ru/articles/1038834/> (дата обращения: 25.08.2026).
15. Илон Маск сохранит контроль над SpaceX после IPO благодаря уникальной структуре акций // InvestFuture. – URL: <https://investfuture.ru/articles/ilon-mask-sokhranit-kontrol-nad-space-x-posle-ipo-blagodarya-unikalnoy-strukture-aktsiy-1179074419> (дата обращения: 25.08.2026).
16. Цена акций SpaceX: почему SPCX торгуется ниже цены IPO в \$135 // WEEX. – URL: <https://www.weex.com/ru/learn/articles/spacex-stock-price-why-spcx-trades-below-its-135-ipo-and-which-price-youre-actually-seeing-z8218gb3rt6igrzb3qshnv25> (дата обращения: 25.08.2026).
17. Акции SpaceX: дата IPO, цена акций и новости // Investing.com. – URL: <https://ru.investing.com/equities/spacex> (дата обращения: 25.08.2026).

18. Эксперты назвали предстоящее IPO SpaceX референдумом о доверии к Илону Маску // Mail.ru Финансы. – URL: <https://finance.mail.ru/article/ekspertyi-nazvali-predstoyashee-ipo-spacex-referendumom-o-doverii-k-ilonu-masku-69212775/> (дата обращения: 25.08.2026).