# Инвестиционные сделки и M&A в России

## Механизмы закрытия сделок

В процессе слияний и поглощений особую роль играет не только определение стоимости бизнеса, но и понимание, каким образом эта стоимость трансформируется в окончательную цену сделки, выплачиваемую инвестором. Сама по себе финансовая оценка предприятия — будь то через дисконтированные денежные потоки, мультипликаторы или дивидендную модель — не является конечной точкой. Для того чтобы результат расчета можно было использовать в договорной документации, необходимо произвести ряд корректировок, связанных с финансовым состоянием компании, структурой ее капитала, а также условиями предстоящей сделки.

Обычно стоимость предприятия изначально определяется в формате Enterprise Value (EV) — это интегральный показатель, отражающий совокупную стоимость бизнеса как для его акционеров, так и для кредиторов. Однако инвестор, как правило, приобретает не весь бизнес в целом, а долю в уставном капитале. Следовательно, его интересует уже не EV, а Equity Value — стоимость чистых активов за вычетом всех обязательств. Именно эта величина в итоге попадает в договор купли-продажи доли или акций и отражает фактическую цену, которую платит покупатель.

В данной лекции мы рассмотрим весь механизм перехода от Enterprise Value к Equity Value, а также подробно разберем, как формируется цена сделки, каковы ключевые элементы финансовых корректировок, и каким образом разные подходы к закрытию сделки влияют на ее структуру, риски и расчеты.

---

### Переход от Enterprise Value к Equity Value

Оценка стоимости компании начинается с расчета ее Enterprise Value — совокупной стоимости бизнеса, которая учитывает интересы как собственников, так и держателей долговых

обязательств. Это может быть сделано несколькими методами: через анализ мультипликаторов, метод дисконтированных денежных потоков (DCF), а также — в некоторых случаях — при помощи дивидендной модели. Последний подход более характерен для финансовых учреждений, где основным источником стоимости является поток дивидендов, в то время как при анализе промышленных или торговых предприятий обычно используют DCF или сравнительный подход.

Enterprise Value отражает так называемую «валовую» стоимость бизнеса. Однако, в реальности покупатель интересуется другой величиной — тем, сколько он заплатит за долю в капитале компании. Чтобы определить Equity Value, необходимо сделать несколько корректировок. Сначала к рассчитанному EV прибавляются денежные средства и их эквиваленты, находящиеся на балансе компании. Затем из этой суммы вычитается весь финансовый долг: банковские кредиты, лизинговые обязательства, просроченная дебиторская задолженность, а также все другие долговые или квазидолговые позиции. После этого учитываются отклонения от нормального уровня оборотного капитала, которые также могут увеличить или уменьшить итоговую стоимость. Таким образом, формируется мост между Enterprise Value и Equity Value.

Важно помнить, что EV — это показатель до вычета долга, и он не учитывает, сколько денег у компании фактически на счетах. Поэтому при окончательной корректировке стоимости эти элементы следует обязательно принимать во внимание. Например, если у компании 500 млн рублей EV, 20 млн рублей в денежной наличности, 80 млн — это долг, и имеются отрицательные корректировки по оборотному капиталу на сумму 10 млн, то окончательная Equity Value будет составлять 430 млн рублей.

---

## Что важно учесть при корректировке стоимости бизнеса

Переход от Enterprise Value к Equity Value требует учета целого ряда допущений. Во-первых, необходимо исходить из того, что денежные средства и долг — это независимые от бизнеса элементы, которые

не могут быть проигнорированы при расчетах. Даже если бизнес выглядит устойчивым и прибыльным, если на его балансе числится крупная задолженность, ее нужно обязательно учесть в расчетах. То же самое касается денежных средств: они могут уменьшить стоимость сделки, если доступны покупателю, либо не повлиять на цену, если являются заблокированными.

Во-вторых, при расчете необходимо убедиться, что оборотный капитал соответствует нормальному уровню. Этот параметр должен быть очищен от случайных или разовых факторов — например, от сезонных колебаний, экстренных закупок сырья или временных всплесков продаж. Если, скажем, предприятие закупило материалы на год вперед из-за неожиданного падения цен, такой объем запасов должен быть исключен из расчетов нормального оборотного капитала. В противном случае можно ошибочно принять этот временный дисбаланс за системную необходимость бизнеса, что приведет к искаженной Equity Value.

Третье важное допущение касается структуры вложений компании. Вложения в ликвидные ценные бумаги, особенно если это котируемые бумаги публичных эмитентов, могут приравниваться к денежным эквивалентам и включаться в позицию «Cash». Однако если актив трудно реализуем или находится под санкциями, он должен быть либо исключен из расчета, либо учтен с дисконтом.

---

## Проблема заблокированных активов

Современная практика сделок приобретения бизнеса требует особого внимания к источникам происхождения денежных средств и их статусу. В последние годы участились случаи, когда на балансе компаний присутствуют значительные объемы денежных средств, которые, по факту, нельзя использовать. Это может быть связано с:

- нахождением средств на счетах в иностранных банках, замороженных в результате санкций,

- размещением активов на специальных счетах ТПЦ в российских банках, откуда они не могут быть выведены без разрешения государственных органов,

- арестами на имущество, наложенными по решению суда.

Все подобные элементы требуют отдельной оценки. Несмотря на то, что формально такие средства могут быть указаны в бухгалтерском балансе как активы, в реальности их ликвидность сильно ограничена. В процессе due diligence они должны быть проанализированы, а при необходимости — скорректированы или исключены из формулы расчета Equity Value.

---

## Финансовый долг и корректировка на долговые обязательства

Корректировка на долговую нагрузку компании — ключевой элемент перехода от Enterprise Value к Equity Value. Под долгами (debt) понимаются не только стандартные банковские кредиты, но и любые долговые или близкие к долговым обязательства. Эти элементы называются debt-like items и включают в себя гораздо более широкий спектр обязательств, чем может показаться на первый взгляд.

В первую очередь, сюда относятся использованные кредитные линии и овердрафты. Важно отметить, что корректировка осуществляется именно по факту использования кредитных средств, а не по величине открытого лимита. Иными словами, если у компании есть кредитная линия на 300 миллионов рублей, но она использовала лишь 50 миллионов, то для расчета Equity Value берется именно сумма в 50 миллионов.

Кроме того, к долгам могут быть отнесены обязательства по финансовой аренде (лизингу), отсроченные доходы, пенсионные дефициты, штрафы и санкции, если они могут быть реализованы в денежной форме. Также часто корректируются такие позиции, как:

- **Просроченная дебиторская задолженность.** Если у компании в балансе числятся дебиторы, срок оплаты по которым превышен более чем на полгода, такая задолженность с высокой долей вероятности не будет погашена. Она теряет свою ликвидность и, по сути, превращается в потенциальный убыток. В этом случае покупатель вправе отнести такую дебиторку к долговым обязательствам и скорректировать цену сделки на соответствующую сумму.

- **Налоговые обязательства.** Если в результате due diligence выявляется, что компания может быть обязана уплатить крупные налоговые платежи по итогам проверок или в результате изменений законодательства, это также может считаться потенциальным долгом. Особенно это актуально в ситуации, когда налоговые органы получают расширенные полномочия, включая право самостоятельного списания средств с расчетного счета налогоплательщика.

Таким образом, сумма долга, которая вычитается из Enterprise Value, включает в себя не только прямые кредиты, но и все прочие обязательства, способные повлиять на ликвидность или финансовую устойчивость компании. Покупатель, оценивая бизнес, должен исходить из реальной способности компании генерировать денежные потоки, а не из формальных данных отчетности.

---

## Нормализация оборотного капитала

Оборотный капитал — это часть капитала, которая задействована в операционной деятельности компании. Он представляет собой разницу между краткосрочными активами (такими как запасы, дебиторская задолженность) и краткосрочными обязательствами (такими как кредиторская задолженность). От того, насколько точно рассчитан уровень необходимого для бизнеса оборотного капитала, зависит корректность всей модели оценки.

Нормализованный оборотный капитал — это уровень, который считается устойчивым и характерным для операционной деятельности компании в «стабильном» режиме. Для того чтобы определить этот уровень, необходимо проанализировать динамику оборотного капитала за последние несколько лет, а также учитывать специфику отрасли и сезонность.

Если бизнес работает в отрасли с ярко выраженной сезонной нагрузкой, например, в туризме или в розничной торговле, необходимо сглаживать колебания и брать усредненный показатель. И наоборот, если были выявлены аномальные всплески или падения, связанные с единичными событиями (например, крупный единовременный заказ или закупка сырья), они должны быть исключены. Такие отклонения называются «ван-оффами» и не должны учитываться при расчете нормального уровня оборотного капитала.

Неверно определенный оборотный капитал может привести к искажению стоимости сделки. Если, к примеру, компания временно снизила уровень дебиторской задолженности или нарастила кредиторскую за счет отсрочек, и это не соответствует реальному режиму работы бизнеса, покупатель рискует переоценить компанию. Именно поэтому нормализация оборотного капитала — один из самых важных и часто обсуждаемых пунктов в структуре корректировок сделки.

---

## Механизмы определения цены сделки

После того как стороны договорились об оценке бизнеса и завершили due diligence, наступает этап определения точной цены сделки. В зависимости от механизма, который стороны выберут, будет отличаться способ фиксации цены, ее корректировки, а также распределения рисков между покупателем и продавцом. Существуют два основных механизма определения финальной цены: **Completion Accounts** и **Locked Box**. Кроме них применяются гибридные модели и дополнительные корректировки, о которых также пойдет речь далее.

## Completion Accounts

Completion Accounts — это механизм, при котором финальная цена сделки рассчитывается после ее закрытия на основе отчетности, составленной на дату завершения сделки. Как правило, на момент подписания предварительных условий (термшита) стороны используют последнюю доступную отчетность — например, на 31 декабря предшествующего года. Однако реальное закрытие сделки может произойти спустя несколько месяцев, и за это время в компании может измениться финансовое положение.

В рамках Completion Accounts покупатель получает от продавца набор финансовых документов, составленных на дату закрытия, и проводит их анализ. Он проверяет:

- величину оборотного капитала;
- объем денежных средств;
- уровень долга.

Если за период между датой оценки и фактическим закрытием сделки в компании произошли значимые изменения — например, вырос долг, снизились остатки на счетах, изменился оборотный капитал — цена сделки корректируется соответствующим образом.

Преимущество Completion Accounts заключается в том, что он позволяет учесть реальные изменения финансового состояния бизнеса. Однако у этого подхода есть и обратная сторона: он требует более сложной подготовки и может вызывать споры между сторонами. Например, продавец может агрессивно признавать выручку для того, чтобы увеличить стоимость бизнеса, или занижать обязательства. Для урегулирования подобных ситуаций стороны иногда прибегают к услугам независимых аудиторов.

## Механизм Locked Box

В отличие от Completion Accounts, механизм Locked Box предполагает фиксацию цены сделки на заранее установленную дату, предшествующую закрытию. Эта дата называется **Locked Box Date**, и к моменту начала сделки у сторон уже имеется финансовая отчетность на соответствующий период. Все расчеты стоимости бизнеса производятся исключительно на основании этих данных, и после этой даты никаких последующих корректировок уже не производится. Цена сделки становится фиксированной.

Принцип Locked Box основан на том, что продавец гарантирует покупателю, что с момента установленной даты (например, 31 декабря) до фактического закрытия сделки в компании не будет произведено никаких изъятий средств или иных операций, которые могут повлиять на стоимость бизнеса. Такие операции называются **leakage** — то есть любые перемещения активов, денежных средств или обязательств, выходящие за пределы согласованных условий.

Примеры leakage могут включать в себя:

- выплаты дивидендов;
- предоставление займов аффилированным лицам;
- несанкционированные инвестиции;
- перевод активов третьим лицам без согласования с покупателем.

Если такие действия происходят, они считаются нарушением условий соглашения, и покупатель вправе потребовать соответствующую компенсацию или пересмотреть условия сделки.

Механизм Locked Box, как правило, используется в сделках, где между сторонами существует высокий уровень доверия. Преимущество этого подхода заключается в предсказуемости: обе стороны знают, на какую цену ориентироваться, и исключают необходимость корректировок после закрытия. Это снижает риск возникновения споров и ускоряет процесс завершения сделки.

Однако при недостатке доверия, сложной структуре бизнеса или нестабильной финансовой отчетности, использование Locked Box может нести определенные риски для покупателя.

Для защиты интересов покупателя в соглашении может быть предусмотрено дополнительное условие — **value accrual**. Оно предполагает, что вся прибыль, полученная компанией в период между Locked Box Date и закрытием сделки, остается в распоряжении покупателя и включается в стоимость бизнеса. Таким образом, продавец не может вывести эту прибыль за периметр компании, если иное не предусмотрено условиями соглашения.

---

### Гибридные механизмы

На практике стороны могут не ограничиваться только одним из двух классических подходов — Completion Accounts или Locked Box. Часто используется **гибридный механизм**, сочетающий в себе элементы обоих методов. Например, стороны могут согласовать фиксированную цену сделки по состоянию на определенную дату, как в случае с Locked Box, но при этом оставить возможность произвести одну или несколько корректировок после закрытия — например, только по оборотному капиталу или только по долговым обязательствам.

Такой подход позволяет сохранить предсказуемость и простоту расчетов, характерные для Locked Box, и при этом обеспечить дополнительную защиту интересов покупателя за счет возможности учесть важные изменения в структуре баланса. Особенно часто гибридные механизмы применяются в сделках, где стороны ограничены по времени или ресурсам и не могут позволить себе полноценный постфактум аудит, но при этом нуждаются в минимальных гарантиях справедливости оценки.

Также в рамках гибридного подхода возможен **учет ежемесячной управленческой отчетности**. Это особенно актуально, если дата закрытия сделки попадает на середину месяца, а официальная бухгалтерская отчетность формируется только на конец отчетного

периода. В таких случаях стороны могут согласовать, что для расчета стоимости будут использоваться данные ближайшего доступного управленческого отчета.

---

## Пример расчета стоимости компании

Для закрепления понимания механизма корректировки стоимости компании полезно рассмотреть конкретную финансовую модель. В качестве примера используется модель небольшой IT-компании — стартапа в сфере производства аппаратного обеспечения, начавшего деятельность в 2025 году.

Модель строится на основе метода дисконтированных денежных потоков. В ней применяется **динамическая ставка дисконтирования**, которая постепенно снижается с 22,7% до 1,2% к 2035 году. Хотя такой подход может быть выгоден продавцу, в практике многих компаний используется фиксированная ставка дисконтирования на весь прогнозный период, чтобы избежать манипуляций и спекуляций в расчетах.

На основании прогноза выручки, расходов, изменения оборотного капитала и капитальных затрат рассчитывается **свободный денежный поток** (Free Cash Flow). Этот поток дисконтируется по ставке WACC и суммируется с **терминальной стоимостью**, определяемой по классической формуле:

```
Terminal Value = FCF последнего периода × (1 + g) / (WACC − g)
```

Где:

- FCF — свободный денежный поток последнего прогнозного года,
- g — ставка роста после прогнозного периода,

- WACC — средневзвешенная стоимость капитала.

Сумма дисконтированных потоков и терминальной стоимости дает итоговое значение Enterprise Value.

Затем, как уже рассматривалось ранее, к полученному EV прибавляются денежные средства, вычитается долг, а также производится корректировка на нормализованный оборотный капитал. В рассматриваемом примере EV составляет 9,5 млрд рублей. Кэш составляет 0, долг — 5 млрд, корректировка на оборотный капитал — минус 100 млн. Итоговая Equity Value — 4,4 млрд рублей.

---

## Углубленный анализ корректировок в финансовой модели

После получения значения Enterprise Value посредством метода дисконтированных денежных потоков (DCF) следует произвести необходимые корректировки, чтобы определить окончательную величину Equity Value, то есть стоимости капитала, которую покупатель заплатит в сделке. В рассматриваемой модели, как уже было показано, используются следующие параметры:

- Enterprise Value составляет 9,5 млрд рублей.
- Денежные средства отсутствуют либо незначительны.
- Объем долга составляет около 5 млрд рублей.
- Корректировка оборотного капитала — отрицательная, на уровне минус 100 млн рублей.

Таким образом, итоговая формула расчета выглядит следующим образом:

```
Equity Value = 9,5 млрд − 5 млрд − 0,1 млрд = 4,4 млрд рублей
```

При этом особое внимание следует уделить качеству этих корректировок. Как видно из структуры модели, корректировка оборотного капитала производится по нормализованному уровню. Это означает, что в расчете уже учтены сезонные колебания, разовые всплески и другие нестандартные события. Такие корректировки крайне важны для достижения объективности оценки.

Еще один важный момент касается позиции **кеша и его эквивалентов**. Необходимо четко понимать, какие активы включены в эту строку. Если в составе оборотного капитала уже учитываются денежные средства, то в корректировке при переходе от EV к Equity Value **не следует повторно учитывать кеш**, иначе это приведет к двойному учету. Это типичная ошибка, которую допускают при составлении финансовых моделей. Аналогичная ситуация может возникнуть и с долгом: если в составе свободного денежного потока уже учитывались выплаты процентов или основного долга, то следует проверить, не дублируются ли эти элементы в корректировках.

В приведенной модели отдельно учитываются выплаты по кредитам и кредитным линиям. В частности, модель предусматривает, что компания:

- Выплачивает основной долг по кредитам.
- Платит проценты по кредитам.
- Использует и погашает кредитную линию.

При этом проценты по займам могут быть плавающими, и в ряде случаев их расчет производится на основе ключевой ставки с добавлением фиксированной маржи. Такая структура заимствования характерна для многих российских компаний, особенно в условиях нестабильных финансовых рынков.

Для расчета Equity Value на основе свободного денежного потока для капитала (Free Cash Flow to Equity), как показано в модели, к свободному денежному потоку добавляются выплаты по основному долгу, а также вычитаются проценты по займам. Получив таким образом дисконтированные потоки для капитала, к ним прибавляют дисконтированную терминальную стоимость, чтобы получить окончательное значение Equity Value.

---

## Особенности нормализации оборотного капитала

Нормализация оборотного капитала — это, пожалуй, один из самых трудоемких этапов построения оценки компании. Универсального способа нормализации не существует. Подход всегда зависит от отрасли, характера бизнеса, наличия сезонных колебаний и других факторов.

Обычно в процессе due diligence и интервью с представителями компании покупатель и его консультанты пытаются понять:

- Какой объем оборотного капитала был исторически характерен для компании.
- Какой объем капитала нужен компании для нормальной операционной деятельности.
- Какие отклонения от нормы были связаны с разовыми или внешними событиями.

Например, если в одном из периодов у компании резко выросла дебиторская задолженность, необходимо выяснить, с чем это связано. Возможно, один из крупных клиентов временно не погасил задолженность, или компания предоставила отсрочку по коммерческим причинам. Если выясняется, что такая ситуация была уникальной и не повторится в будущем, корректировка должна быть произведена — завышенный уровень дебиторки нельзя считать нормальным.

Тот же принцип применяется и к запасам. Допустим, предприятие, занимающееся производством, закупило сырье на год вперед из-за падения цен. Такое поведение оправдано с точки зрения управления затратами, но не отражает стандартный уровень оборотного капитала. Следовательно, избыток запасов должен быть исключен из расчета нормализованного NWC.

Важно, чтобы итоговый показатель оборотного капитала отражал **steady state** — то есть устойчивое, сбалансированное состояние бизнеса без искажений. Ошибочная интерпретация временного всплеска в дебиторке или запасах как нормального уровня может привести к переоценке бизнеса. В этом случае покупатель рискует заплатить больше, чем компания реально стоит, что впоследствии отразится на ее доходности и возврате инвестиций.

---

### Финансовые вложения и классификация денежных эквивалентов

Когда речь заходит о денежных средствах, всегда возникает вопрос: какие активы считать ликвидными и включать в кеш, а какие — нет. Как правило, к кешу относятся:

- Деньги на расчетных счетах.
- Вложения в высоколиквидные ценные бумаги.
- Краткосрочные депозиты, не обремененные ограничениями.

Однако в ряде случаев ситуация оказывается более сложной. Например, если средства размещены в иностранных банках и подлежат валютному контролю или заморожены из-за санкций, их нельзя рассматривать как свободный кеш. Аналогично, если деньги находятся на специальных счетах с ограничением по выводу (например, в рамках российского регулирования — счета типа ТПЦ), то они не будут учитываться как денежные средства для целей корректировки стоимости сделки.

Также необходимо учитывать вложения в активы, которые формально ликвидны, но не могут быть быстро реализованы без убытков. Это может касаться, например, оборудования, недвижимого имущества, а также специфичных ценных бумаг. В таких случаях необходимо либо исключить актив из кеша, либо применить к нему дисконт, отражающий его низкую ликвидность.

Таким образом, корректное определение состава кеша и долгов — это не просто арифметика. Это тщательный анализ содержания баланса, понимание специфики бизнеса и здравое суждение о реальной ликвидности активов.