Минцифры России

Резидент Сколково

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Гайд по манипуляциям и махинациям с финансовой отчетностью

Оглавление

- **Глава 1.** Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде (10)
- **Глава 2.** Фиктивная выручка: продажи, которых не было (17)
- **Глава 3.** Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку (23)
- **Глава 4.** Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы (30)
- **Глава 5.** Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов (38)
- **Глава 6.** Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее (46)
- **Глава 7.** Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте (55)
- **Глава 8.** Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги (63)
- **Глава 9.** Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса (71)
- **Глава 10.** Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС (79)
- **Глава 11.** Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли (91)
- **Глава 12 (Бонусная).** Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний (103)
- **Глава 13.** Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций (113)
- **Эпилог** (128)
- **Вместо слов благодарности** (130)
- **Список источников** (131)

Введение

Финансовая отчетность была придумана как язык, на котором бизнес разговаривает с внешним миром: инвесторами, банками, государством, партнерами. В идеальной картине мира отчетность честно отражает экономику компании: что она заработала, чем владеет, кому должна и за счет чего живет.

В реальности все гораздо сложнее. У менеджмента компании, который зачастую не является ее владельцем, есть свои планы, KPI, кредитные ковенанты, ожидания акционеров. Как правило цель менеджмента - показывать рост финансовых показателей (выручка, прибыль, денежные потоки и т.п.) и прочность баланса (проще говоря, побольше активов, поменьше обязательств). У отчетности — допущения, оценочные суждения и довольно широкое поле для интерпретаций. Между этими двумя мирами рождаются махинации с финансовой отчетностью — от мягкого “приукрашивания” данных (т.н. креативный учет - creative accounting) до откровенного уголовно наказуемого мошенничества.

Мы будем разбирать типичные схемы, показывать их на простых числовых примерах, понятных широкому кругу читателей, и давать чек-листы: на что смотреть в отчетности, какие вопросы задавать менеджменту и где должны загореться “красные флажки” при финансовом анализе.

Этот гайд — не инструкция по тому, как нужно искажать отчетность. Наоборот, его задача — помочь вам:

- Понять, где и как компании чаще всего искажают картинку
- Отличить нормальное профессиональное суждение (с которым вы можете даже быть не согласны) от опасных приемов
- Увидеть не только красивую выручку и прибыль или другие показатели, но и качество этих цифр

Для кого этот гайд

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Гайд будет полезен, если вы:

- Инвестор или аналитик и вам нужно оценивать качество отчетности компаний
- Финансовый директор или главный бухгалтер, который строит систему прозрачного учета и хочет видеть риски “с другой стороны”
- Предприниматель, который привлекает финансирование и общается с банками и инвесторами, а также хочет лучше понимать свой бизнес
- Студент или начинающий специалист в финансах, которому хочется выйти за рамки академического “выверенного” учета и увидеть, как отчетность работает в жизни.

Гайд написан максимально простым языком: без лишней терминологии, но с уважением к стандартам и методологии.

О чём этот гайд — и о чем он точно не будет

О чем будет информация:

- О типичных махинациях с выручкой, расходами, активами, обязательствами и денежными потоками
- О том, как с помощью пары “аккуратных” решений можно заметно улучшить финансовые результаты и баланс
- О том, какие паттерны в финансовых данных должны вас насторожить
- О взаимосвязи между ключевыми формами отчетности (ОФР, ОДДС и Баланс), когда речь идет о манипуляциях.

О чем не будет:

- О пошаговых инструкциях о том, как обойти стандарты презентации отчетности
- О конкретных кейсах отдельных компаний и оценке действий их менеджмента
- Мы также не подменяем собой юридические или аудиторские заключения.

Цель простая: дать вам инструмент критического чтения отчетности, которым можно пользоваться на практике.

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Зачем вообще разбираться в махинациях с отчетностью, если аудиторы и так все проверили?

Если компания показывает стабильный рост выручки и прибыли, здоровые коэффициенты и красивые презентации, очень легко расслабиться и поверить цифрам на экране. Особенно если в отрасли все нестабильно, а здесь — ровная, аккуратная динамика.

Знание типичных махинаций нужно по нескольким причинам.

1 Чтобы отличать рост бизнеса от роста “на бумаге”

Компания может:
• Признать выручку раньше срока
• Недооценить резервы
• Спрятать часть долгов вне баланса
• Приукрасить показатель прибыльности (например, EBITDA) за счет “корректировок”.

В краткосрочной перспективе цифры становятся лучше, но экономическая реальность не меняется. Выручка и прибыль есть на бумаге, а денег, устойчивого спроса и сильной бизнес-модели — нет.

2 Чтобы понимать риски

Махинации с отчетностью — это:
• Риск переоценить компанию, если вы инвестор (или, если вы внутри, переоценить устойчивость бизнеса)
• Риск нарваться на неприятные сюрпризы в следующий год, когда “подтянутые” показатели уже не получится повторить
• Риск регуляторных претензий, исков и репутационных потерь.

Чем раньше вы видите признаки агрессивной отчетности, тем больше у вас пространства для решения: углубиться в анализ, задать вопросы, изменить структуру сделки или вообще отказаться.

3 Чтобы защищать себя и свою репутацию

Для людей внутри компании (финансовый директор, бухгалтерия, собственники) тема особо чувствительна:

1. Сегодня “немного сдвинули выручку”, чтобы выполнить план
2. Завтра “чуть-чуть” не доначислили резерв
3. Послезавтра уже тяжело остановиться — система и ожидания подстроились под новую реальность, которую вы сами и создали

Понимание механики махинаций помогает вовремя сказать “нет”, когда от вас ждут уже не профессионального суждения, а прямого искажения реальности.

Где заканчивается учет и начинается манипуляция

Важно не скатиться в паранойю и не считать любое оценочное суждение или изменение учетной политики по умолчанию мошенничеством. В конце концов, компании имеют право менять свою учетную политику, и это право им сами стандарты и предоставляют. Бухгалтерские стандарты специально оставляют пространство для профессионального суждения: жизнь сложнее, чем учебник или фильм.

Условно можно выделить три уровня работы с финансовой отчетностью.

1 Нормальное профессиональное суждение

Компания:

- Выбирает допустимую учетную политику (например, метод амортизации основных средств и нематериальных активов)
- Оценивает срок полезного использования активов
- Рассчитывает резервы исходя из реальной статистики невозвратов
- Корректирует модели, когда меняется бизнес или рынок

Здесь цель — максимально честно отразить экономическую реальность, опираясь на стандарты и здравый смысл.

Где заканчивается учет и начинается манипуляция

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

2 Агрессивное управление прибылью (Earnings Management)

Здесь компания формально остается в рамках стандартов, но:

• Системно выбирает наиболее “оптимистичные” допущения
• Отодвигает признание расходов и “подтягивает” выручку
• Играет с классификацией расходов (что является “разовым”, а что нет)
• Сглаживает прибыль между периодами с помощью внутренних резервов

Эти действия улучшают как финансовые результаты отчетных периодов, так и финансовое положение (баланс) компании.
Цель — не напрямую обмануть пользователей отчетности, а сделать картинку максимально привлекательной, “убрав” неудобные моменты. Формально это может быть абсолютно законно, но по сути пользователю показывают не совсем тот бизнес, который есть на самом деле.

3 Откровенное мошенничество (Fraud)

Здесь речь идет о:

• Фиктивные продажах без реальных операций;
• Поддельных документах
• Сознательном сокрытии обязательств, гарантий и залогов
• Давлении на аудиторов и уничтожение неудобной для менеджмента информации

Такие махинации практически всегда приводят к уголовной и гражданской ответственности - это лишь вопрос времени.

В этом гайде мы фокусируемся главным образом на втором уровне (Earnings Management) — на том, как компании:

• Досрочно признают выручку
• Занижают расходы и резервы,
• Приукрашивают активы и преуменьшают обязательства
• Выводят обязательства за баланс
• Манипулируют денежным потоком

Как устроен этот гайд и как работать с примерами

Чтобы материал был не просто интересной теорией, а оставался применимым на практике, каждая схема (пример) в гайде:

1. Разбирается концептуально — что делают, зачем, какие риски и признаки
2. Показывается в цифрах — на простом примере
3. Сопровождается чек-листом — на что смотреть в отчетности и какие вопросы задавать менеджменту

Как читать гайд, если вы...

Инвестор или аналитик

• При чтении глав держите рядом свою модель в Excel или отчет компании
• После каждой схемы задайте себе вопрос: “Есть ли у меня в текущем кейсе подобные признаки?”
• Используйте чек-листы из глав как часть собственного инвестиционного чек-листа

Финансовый директор, бухгалтер или внутренний контролер

• Смотрите на схемы как на карту рисков для своей компании
• Отметьте, какие зоны у вас потенциально уязвимы: выручка, резервы, переоценка, внебалансовые активы и обязательства
• Подумайте, какие процедуры контроля можно встроить, чтобы такие приемы либо не работали, либо быстро выявлялись на практике

Студент или начинающий специалист

• Относитесь к примерам как к упражнениям: попробуйте пересчитать цифры, добавить следующий период, посмотреть, как меняются коэффициенты. Это можно делать в формате электронных таблицах, например: в Excel или Google Sheets
• Прокачивайте интуитивное понимание отчетности: вы начнете видеть связи между строками, а не только отдельные цифры.

Как устроены примеры

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

К каждому типу махинации соответствует отдельный пример в гайде. В нем вы увидите

- Блок с ключевыми показателями в двух вариантах: “Корректный учет” и “Манипуляция”
- Комментарии к строкам: где именно произошёл “перекос”
- Иногда — дополнительный будущий отчетный период, чтобы показать отложенный эффект действия
- Под примерами — несколько простых коэффициентов: маржа, оборачиваемость, финансовая устойчивость, коэффициент денежных потоков и т.п. - смотря что актуально

Отдельно несколько слов для тех, кто учится у нас или только присматривается к нашим курсам. **Все, о чем мы говорим в этом гайде, гораздо глубже разбирается в наших длинных программах с дипломом профессиональной переподготовки, например:**

- **«Финансовый директор»**
- **«Финансовый аналитик»**
- **«Главный бухгалтер»**
- **«Инвестиционный аналитик»**
- **«Кредитный аналитик»**
- **«Аудитор»**
- **«Бизнес-аналитик»**
- **«Финансовый советник»**
- **«Директор по стратегическому развитию»**

А если нужна точечная прокачка навыков и знаний, а также официальное удостоверение о повышении квалификации, то тему учета и отчетности мы подробно затрагиваем и на таких курсах, как:

- **«Финансовый учет и анализ»**
- **«Расширенное финансовое моделирование»**
- **«Школа инвестиций»**
- **«Подготовка к экзамену CFA Level 1»**

А теперь давайте перейдем от лирики к сути. Поехали!



Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

1 Суть схемы

Выручка — один из ключевых показателей для инвесторов, банков, акционеров и других пользователей отчетности. Она находится в самой первой строке отчета о финансовых результатах (ОФР), так что ее невозможно не заметить или пропустить. От нее “пляшут” почти все ключевые показатели и понятия: рост бизнеса, маржа, мультипликаторы, ковенанты в кредитных договорах, часто — бонусы менеджменту.

Досрочное признание выручки — это ситуация, когда компания отражает доход раньше, чем она действительно выполнила свои обязательства перед клиентом (например, до передачи контроля над товаром/услугой). Формально в отчетности все может выглядеть аккуратно (и даже могут быть признаны сопутствующие расходы в этом же периоде), но экономически это значит одно: часть будущей выручки перетащили в текущий период, чтобы “подправить” цифры и, как правило, увеличить прибыль.

Типичные приемы:

- Огрузка товара в конце года “на склад клиента”, когда риски и контроль еще не перешли
- Признание выручки по рамочному договору на всю сумму, хотя поставка/услуги растянуты на несколько периодов
- Учет невыполненных услуг в сервисных или подписочных моделях как полностью оказанных. Особенно это легко делать в цифровом бизнесе, когда не нужно отгружать физический товар и работать с большим количеством бумаг

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

2 Зачем так делают

Мотивация у менеджмента почти всегда весьма прагматичная:

- Выполнить или перевыполнить планы по выручке и прибыли
- Соблюсти ковенанты по кредитам (минимальный уровень выручки, EBITDA, покрытия процентов и т.п.)
- Поддержать оценку компании перед инвестиционной сделкой/IPO, показать хороший рост
- Получить бонусы, завязанные на показатели текущего года
- Скрыть замедление роста, особенно в зрелых или сложных рынках

Важно понимать: все это не создает новую экономическую ценность — просто переносит выручку из будущего в настоящее. В следующем периоде компании придется жить с “просаженной” базой (если, конечно, не появится новая существенная сделка, которую можно будет опять признать раньше срока).

3 Пример в цифрах

Исходная ситуация (корректный учет)

Предположим, что компания действительно отгрузила в текущем году товаров и услуг на 900 тыс. рублей. Еще на 200 тыс. рублей заключен контракт, но поставка должна быть уже в следующем году. Представим, что 30% от выручки на конец отчетного периода остается как дебиторская задолженность (долг клиента перед компанией) и будет погашена в будущем.

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

На цифрах это выглядит так.

Вариант 1 — Корректный учет (в тыс. рублей):

- Выручка: 900
- Себестоимость (предположим, что составляет 70% от выручки): 630
- Валовая прибыль: 270
- Дебиторская задолженность по реальным поставкам: 270 (как например)

Вариант 2 — Манипуляция (досрочное признание выручки, в тыс. рублей):

Компания решает “подтянуть” еще 200 тыс. рублей выручки по договору, который будет исполнен только в следующем году:

- Выручка: 1 100 (900 реальных + 200 досрочных)
- Себестоимость: 770 (70% от 1 100, хотя по факту часть затрат еще не понесена)
- Валовая прибыль: 330
- Чистая прибыль — выше, чем в корректном варианте
- Дебиторская задолженность: 470 (включая 200 тыс. рублей по еще не исполненным обязательствам)

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Что важно отметить:

1. Выручка и прибыль в варианте “Манипуляция” явно выше, хотя реальный объем выполненной работы не изменился

2. Дебиторская задолженность растет сильнее выручки — компания преждевременно признаёт выручку, но деньги еще не заработала (и даже не имеет права признавать новую дебиторскую задолженность)

3. В следующем периоде подобный манёвр будет сложнее повторить: пространство для дальнейшего ускорения признания выручки ограничено, придется либо снова переносить выручку из будущих периодов в текущий (если появится новая подобная сделка), либо показать очень слабый рост выручки или даже падение

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

Как это проявляется в отчетности

Если смотреть только на строку “Выручка”, досрочное признание может выглядеть очень привлекательно: рост выше рынка или исторических значений, маржа стабильная — все довольны. Но при пристальном взгляде появляются “красные флаги”.

1. Резкий всплеск выручки в конце года / квартала

Особенно если в предыдущие периоды рост был умеренным, а рынок в целом не показывает бурной динамики. Часто сопровождается тем, что следующий квартал выглядит заметно слабее

2. Непропорциональный рост дебиторской задолженности

Дебиторская задолженность растет быстрее, чем выручка. Увеличивается оборачиваемость дебиторской задолженности в днях (DSO): клиенты “должны всё больше”, а денег на счетах не прибавляется. Это особенно актуально для ситуаций, когда клиенты не платят деньги вперед (как, например, за подписку на сервис на несколько месяцев вперед)

3. Разрыв между прибылью и денежным потоком от операционной деятельности

Прибыль растет, а операционный денежный поток (CFO) либо стагнирует, либо ухудшается. Это особенно заметно при сравнении нескольких периодов

4. Необычные условия поставок/контрактов

В примечаниях могут мелькать формулировки вроде bill-and-hold (“выставление счета и удержание”), отгрузка со склада компании, переход рисков в момент оплаты и т.п., что создает пространство для маневра - когда именно считать выручку

5. Высокая зависимость от крупных сделок под конец периода

Менеджмент в презентациях подчеркивает несколько “ключевых контрактов”, подписанных в последние недели отчетного периода — это повод задуматься о том, как они отражены в отчетности (и были ли учтены)

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

Вопросы, которые стоит задать менеджменту / бухгалтерии

Если вам кажется, что выручка завышена таким образом, полезно задать пару конкретных вопросов:

• По какому принципу компания признает выручку? По факту отгрузки, по переходу рисков, по выполнению этапов проекта, по времени (подписка) и т.д.
• Какова доля выручки, сформированной в последнем месяце/квартале года? Есть ли статистика по годам?
• Какой процент выручки приходится на крупные разовые контракты? Каковы условия перехода права собственности и рисков по ним?
• Как динамика дебиторской задолженности соотносится с динамикой выручки? Чем объясняется рост показателя оборачиваемости дебиторской задолженности, если актуально?

Ответы сами по себе не доказывают манипуляций, но помогают оценить, насколько агрессивно компания трактует и применяет бухгалтерские стандарты у себя.

Глава 1. Досрочное признание выручки: как компании «подтягивают» доходы до нужного значения в отчетном периоде

Вывод по главе

Досрочное признание выручки — это, по сути, кредит у будущих периодов. Сегодня цифры выглядят лучше, чем есть на самом деле, но завтра за это придется платить: либо рост выручки замедлится, либо придётся тянуть новые объемы выручки из будущего, усиливая проблему в формате снежного кома.

Для аналитика и инвестора важно понять:

- Насколько устойчив видимый рост
- Не “зашита” ли в отчетности раздутая дебиторская задолженность (и, как следствие, активы в целом)
- Не исчерпаны ли уже возможности для дальнейшего “подтягивания” выручки к текущему периоду

В числовом примере к этой главе хорошо видно: реальный бизнес не изменился, но простое смещение момента признания выручки делает показатели текущего года заметно привлекательнее — при этом за счет ухудшения качества выручки и роста рисков в будущем.

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

1 Суть схемы

Если с досрочным признанием выручки компания так или иначе опирается на реальные сделки, то здесь все происходит только на бумаге.

Фиктивная выручка — это когда компания отражает продажи, которые:

- Либо вообще не сопровождались реальными операциями
- Либо не несут экономического смысла (например, круговые сделки внутри группы, где никто по сути не зарабатывает).

Частые варианты:

- Продажа товаров или услуг аффилированным компаниям с последующим обратным выкупом
- Так называемые “круговые” схемы: компания А продает компании Б, Б — В, В — снова А, создавая видимость оборота и активной деятельности
- Сделки без реального движения товара: документы есть, логистика и экономический смысл — под вопросом
- Искусственное завышение объемов по контрактам, которые затем “пересматриваются”, отменяются или превращаются в безнадежную дебиторскую задолженность

Формально в отчетности строка выручка растет, а вместе с ней — прибыль, мультипликаторы оценки, внимание от инвесторов. Но за этими цифрами нет устойчивого спроса, повторяемого бизнеса и денежного потока.

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

Зачем так делают

Мотивация менеджмента компании похожа на другие схемы, но ставки обычно выше:

- **Создать иллюзию быстрого роста** — особенно перед IPO, сделкой с инвестором или продаже бизнеса
- **Поддержать оценку компании**, когда реальный рынок уже не позволяет показывать двузначные темпы роста
- **Сохранить финансирование** — банки и облигационные инвесторы ориентируются на выручку, EBITDA, ковенанты и прочие финансовые метрики
- **Получить бонусы и опционы**, завязанные на выручку/прибыль или капитализацию

Главная проблема фиктивной выручки в том, что это почти всегда шаг в сторону мошенничества (fraud): это не просто “агрессивный” учет, а сознательное искажение реальности через фиктивные или бессмысленные сделки!

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

3 Пример в цифрах

Рассмотрим простой пример.
Исходные данные (Год 1), в млн рублей:

- Реальные продажи клиентам: 1 000
- Себестоимость (например, 60% от реальных продаж): 600
- Дополнительно компания оформляет фиктивные продажи аффилированной структуре на 300 млн рублей, без реального движения денег и товара.

Вариант 1 — корректный учет (без фиктивной выручки)

- Выручка: 1 000
- Себестоимость: 600
- Прибыль до налога: 400
- Налог (25%): 100
- Чистая прибыль: 300
- Дебиторская задолженность: 200 (допустим, 20% клиентов платит с отсрочкой)
- Операционный денежный поток (CFO): 250 (как пример)

Вариант 2 — манипуляция (фиктивная выручка)

Добавляем “продажи” на 300 млн рублей аффилированному контрагенту:

- Выручка: 1 300 (1 000 реальных + 300 фиктивных)
- Себестоимость: 780 (60% от 1 300 — “бумажные” расходы тоже подтягиваем)
- Прибыль до налога: 520
- Налог (25%): 130
- Чистая прибыль: 390
- Дебиторская задолженность: 500 (200 млн рублей реальных + 300 млн рублей по фиктивному контрагенту)
- Операционный денежный поток (CFO): снизился из-за дополнительного налога на прибыль (при условии, что оплачен в том же отчетном периоде, иначе негативное влияние отразится в следующем периоде)

В Году 2 вероятнее всего произойдет следующее:

- Часть фиктивной дебиторской задолженности признается безнадежной и списывается в расходы
- Прибыль падает, а пользователю отчетности это объясняют “разовым фактором”

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

4 Как это проявляется в отчетности

Фиктивная выручка почти всегда оставляет следы, особенно если смотреть не только на финансовые результаты, но и на баланс и денежные потоки.

Основные признаки:

1. **Выручка растет значительно быстрее рынка и конкурентов**
   - Компания показывает темпы, явно выбивающиеся из отраслевой динамики
   - При этом нет ни серьезных инвестиций в рост, ни масштабной экспансии, ни уникального продукта, который бы объяснял такой отрыв

2. **Непропорциональный рост дебиторской задолженности**
   - Дебиторская задолженность растет быстрее, чем выручка
   - Отношение дебиторской задолженности к выручке и DSO (оборачиваемость в днях) увеличиваются

3. **Разрыв между прибылью и операционным денежным потоком**
   - Прибыль растет, а CFO — нет (или даже падает из-за роста налогов)
   - Качество прибыли (CFO / Чистая прибыль) падает, проседает ниже комфортного уровня
   - По сути, прибыль сформирована за счёт роста дебиторской задолженности, а через выручку, не подкреплённую денежным потоком

4. **Значительная доля операций со связанными сторонами**
   - В примечаниях к отчетности крупная часть выручки и дебиторской задолженности приходится на аффилированные компании
   - Условия сделок могут выглядеть нетипично: особые цены, отсрочки, непонятные услуги

5. **Регулярные “разовые списания” дебиторской задолженности в последующие годы**
   - Через 1–2 года появляются значительные списания “проблемной” дебиторской задолженности
   - Это часто подается как разовая история, связанная с “несколькими недобросовестными контрагентами” или “ухудшением рынка в целом, из-за чего некоторые клиенты не платят по счетам

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Если структура выручки и дебиторской задолженности выглядит подозрительно, в прояснении ситуации помогают конкретные вопросы:

- **Какова доля выручки, приходящаяся на связанных лиц?** Сколько контрагентов формируют, скажем, 30–40% выручки?
- **Какие условия оплаты у крупнейших клиентов?** Насколько стандартны сроки, есть ли особые договоренности для так называемых “ключевых партнеров”?
- **Какова динамика списаний дебиторской задолженности за последние 3–5 лет?** Есть ли концентрация списаний по отдельным сегментам или группам контрагентов?
- **Почему дебиторская задолженность растет быстрее, чем выручка?** Что менеджмент считает нормальным уровнем DSO для своего бизнеса?
- **Изменилась ли структура выручки по сегментам/регионам/типам клиентов перед периодом резкого роста?** Не появилось ли внезапно нового “сегмента”, где сконцентрирована большая часть увеличения выручки?

Ответы на эти вопросы не дают автоматического вердикта, но помогают понять насколько бизнес действительно здоров, а также не построен ли его рост на сделках, которые больше похожи на статистический трюк.

Глава 2. Фиктивная выручка: продажи, которых не было

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Вывод по главе

Фиктивная выручка — один из самых опасных приемов, потому что:

- Создает иллюзию высокого масштаба и динамики бизнеса
- Искажает мультипликаторы и оценку компании
- Откладывает проблемы на будущее, когда фиктивная дебиторка превращается в списания и конфликты с кредиторами и инвесторами
- Портит репутацию бизнеса, когда махинации вскрываются и выходят на общее обозрение

Для аналитика ключевой вопрос: “Подтвержден ли рост выручки деньгами и качеством дебиторской задолженности?”

- Если выручка растет, а деньги — нет,
- Если дебиторская задолженность “взлетела”,
- Если значимая часть продаж идет аффилированным лицам,

...то это повод хотя бы допустить гипотезу: часть роста может быть попросту нарисована!

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

1 Суть схемы

Во многих отраслях нормальная практика — давать клиентам (другим компаниям):

- Торговые скидки
- Бонусы за объем или выполнение плана продаж
- Право на возврат товара
- Маркетинговые выплаты (за выкладку, промоакции, продвижение)

Все это уменьшает чистую выручку (Net Revenue): компания как бы “отдает назад” часть цены, по которой изначально продала товар.

Схема манипуляции в том, что эти элементы:

- Либо не признаются полностью (скидки и возвраты занижаются)
- Либо перекладываются в расходы (маркетинг, прочие), оставляя выручку “надутой”

В итоге:

- Строка “Выручка” выглядит крупнее
- Валовая маржа — выше
- А все корректировки спускается ниже по ОФР, где их сложнее отследить и сравнить с другими компаниями

Важно: манипуляция не искажает все формы отчетности, а лишь некоторые элементы.

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

Зачем так делают

Причины понятны:

- **Показать красивую динамику выручки.** Рынок и инвесторы часто смотрят на темпы роста “top line” (чистой выручки). Если скидки и бонусы по максимуму “подстелить” внизу ОФР, выручка выглядит более внушительно, хотя прибыль может сильно не меняться при этом

- **Улучшить валовую маржу.** Когда скидки учитываются как уменьшение выручки, валовая маржа становится хуже. Если же их завести в маркетинг, логистику или прочие расходы (ниже в ОФР), валовая прибыль выглядит солиднее

- **Сделать компанию более сопоставимой с “лидерами”.** В отрасли могут быть ориентиры по выручке и марже. Есть искушение настроить учет так, чтобы не выбиваться из группы, даже если фактические условия продаж жестче

- **Сгладить давление на цены.** Если рынок заставляет снижать цены и растет объем скидок, честное отражение этого в выручке покажет давление на top line. Перенос скидок в расходы маскирует реалии ценовой конкуренции.

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

Пример в цифрах

Цель примера — показать, что:

- Итоговая чистая прибыль может быть одинаковой
- При этом выручка и валовая маржа будут заметно “красивее” в варианте с манипуляцией

Исходные данные (в тыс. рублей):

- Продажи по цене (счет-фактура): 1 000
- Реальные скидки и бонусы клиентам: 100
- Себестоимость продукции: 600

Вариант 1 — корректный учет (скидки уменьшают выручку):

- Выручка (чистая): 900 (рассчитывается как 1 000 - 100)
- Себестоимость: 600
- Валовая прибыль: 300
- Валовая маржа: 33,3%
- Маркетинговые и прочие операционные расходы: 100 (как пример)
- Прибыль до налога: 200

Вариант 2 — манипуляция (скидки показываются как расходы ниже валовой прибыли):

- Выручка (чистая): 1 000
- Себестоимость: 600
- Валовая прибыль: 400
- Валовая маржа: 40%
- Маркетинговые и прочие операционные расходы: 200 (100 обычных + 100 “скидок”)
- Прибыль до налога: 200

Видим, что прибыль в обоих случаях одинаковая, но значения валовой прибыли во втором варианте существенно выше. Кстати, если бонусы менеджмента или некоторых департаментов будут привязаны к валовой прибыли, то итоговая операционная прибыль (и, как следствие, чистая прибыль) могут оказаться даже ниже, чем в варианте до манипуляций, так как возникнут дополнительные операционные расходы в виде премий соответствующим сотрудникам.

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

4 Как это проявляется в отчетности

Схема тоньше, чем в случае с фиктивной выручкой: деньги реально проходят, скидки действительно предоставляются. Манипуляция происходит в классификации, а не в существовании операций. Поэтому надо смотреть на структуру доходов и расходов.

Какие сигналы настораживают:

1. **Высокая валовая маржа при жестком и конкурентном рынке**
   - Компания демонстрирует существенно маржу выше, чем сопоставимые игроки
   - При этом в отчете видно, что она активно использует скидки и бонусы для клиентов, но в самой выручке это не отражено

2. **Крупные и растущие маркетинговые/коммерческие расходы**
   - Строка “Коммерческие и управленческие расходы” или “Маркетинг и продвижение” растет быстрее выручки. При этом доля таких расходов в выручке может быть выше, чем у конкурентов
   - В пояснениях описаны программы скидок и бонусов, но нет четкой границы, что учитывается как вычет из выручки, а что — как расход

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Как это проявляется в отчетности

3. **Слабая раскрываемость условий скидок и бонусов**
   - В примечаниях используются размытые формулировки вроде “торговые бонусы”, “маркетинговая поддержка”, “условия стимулирования продаж”, но нет понимания, как они отражаются в отчетности.
   - Нет количественных показателей влияния этих программ на выручку и маржу

4. **Сильные колебания валовой маржи при стабильной себестоимости**
   - Если себестоимость в процентах к выручке плюс-минус стабильна, но валовая маржа скачет, возможно, меняется подход к учету скидок и бонусов по периодам

5. **Разрыв между выручкой “гросс” и чистой выручкой в управленческой отчетности (к ней, к сожалению, у сторонних пользователей доступа нет)**
   - На встречах менеджмент может оперировать понятием “валовая выручка (gross sales)” и “чистая выручка (net sales)”, т.е. “гросс” выручка и чистая выручка
   - Если в публичной отчетности показывают значения ближе к “gross”, а скидки и возвраты прячутся ниже, это уже повод внимательно посмотреть на методологию учета

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы разобраться, что именно скрывается за строками “выручка” и “маркетинговые расходы”, полезно спросить:

- **Как компания определяет “чистую выручку”?** Какие виды скидок, бонусов и возвратов уменьшают выручку, а какие учитываются как расходы?
- **Какая суммарная величина скидок и бонусов предоставлена клиентам за год?** Есть ли ее расшифровка по видам и сегментам клиентов?
- **Сколько в структуре расходов занимают выплаты торговым сетям и дистрибьюторам?** Что из этого — маркетинг, а что фактически элемент цены?
- **Как изменялись условия программ лояльности и бонусов за последние 2–3 года?** Повлияло ли это на уровень валовой маржи?
- **Насколько политика признания скидок сопоставима с отраслевой практикой и конкурентами?** Проводился ли бенчмарк, есть ли у компании обоснование выбранного подхода?

Ответы помогают понять, честно ли компания показывает “цену после всех уступок”, или предпочитает держать выручку на максимальных значениях, а скидки, возвраты и прочее маскировать внизу в виде расходов.

Глава 3. Скидки, бонусы и возвраты: тихий способ завысить выручку

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Вывод по главе

Игры со скидками и возвратами — это способ:

- Надуть выручку и валовую маржу
- Не искажая при этом итоговую прибыль

С точки зрения внешнего пользователя отчетности это опасно по двум причинам:

1. Труднее сравнивать компании между собой. Одна честно показывает выручку уже после всех скидок и возвратов, другая — “грязную” выручку, а скидки относит в маркетинг. В итоге маржа и выручка кажутся не сопоставимыми без глубокой расшифровки
2. Сложнее понять реальную ценовую силу компании. По публичным цифрам может казаться, что бизнес держит хорошие цены и маржу. На самом деле он поддерживает объем за счет щедрых уступок клиентам, просто отраженных “ниже”

Для аналитика важно уметь “мысленно вернуть” эти элементы назад в выручку и посмотреть на бизнес так, как он выглядит с учетом всех реальных уступок клиентам.

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

1 Суть схемы

У компании нередко есть выбор: показать расход сразу в Отчете о финансовых результатах или размазать его по нескольким годам через амортизацию, если это действительно инвестиция в будущие выгоды. Когда речь идет об амортизации, на ум обычно приходят долгосрочные активы в виде основных средств или нематериальных активов, которые “расходуются” годами в отличие, например, от запасов. Однако в реальном бизнесе грани менее четкие, и в креативном учете возможность капитализировать расходы (т.е. ставить их на баланс как активы вместо списания с последующим уменьшением нераспределенной прибыли и, следовательно, капитала) - это излюбленный способ “раздуть” необходимые метрики.

Рассмотрим примеры “пограничных” затрат:

- Крупный ремонт и модернизация основных средств
- Внедрение IT-систем и доработка программного обеспечения
- Расходы на разработку продуктов (R&D)
- Часть затрат на бренд и маркетинг, рассчитанный на долгосрочный эффект

По бухгалтерским стандартам, если затраты создают контролируемый ресурс, который принесет экономические выгоды в будущем, их можно капитализировать — то есть показать как актив на балансе, а потом амортизировать на протяжении нескольких - или даже многих - лет.

Схема махинации состоит в том, что:

- В актив “загоняют” то, что по сути является обычным текущим расходом
- Тем самым занижают расходы периода и завышают прибыль
- Одновременно раздувая баланс за счет “надутых” активов и капитала (обязательства остаются без изменений)

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

Зачем так делают

Капитализация расходов — один из самых “уютных” способов приукрасить отчетность:

- **Улучшить прибыль и маржу в текущем году.** Вместо того чтобы сразу признать крупные расходы, компания растягивает их на 3–5 лет или даже дольше. Операционная прибыль и EBITDA выглядят лучше (иногда значительно)
- **Поддержать историю о том, что бизнес “активно инвестирует в будущее”.** В презентациях и отчетах хорошо смотрится рост нематериальных активов, IT, R&D. При этом часть этих сумм — по сути зарплаты и услуги, которые должны были попасть в расходы прошедшего периода
- **Выполнить ковенанты.** Если по кредитным договорам есть ограничения по минимальной прибыли, EBITDA или коэффициентам, капитализация помогает “подтянуть” показатели. Например, в случае коэффициентов D/E или DSCR
- **Сгладить волатильность результатов.** Крупный разовый проект можно не показывать “одним ударом” в расходах, а разложить на несколько лет, чтобы картинка была ровнее. Особенно в случаях, когда проект не удался

Проблема в том, что дальше эти “спрятанные” расходы начинают по частям возвращаться в ОФР через амортизацию, и прибыль следующих периодов становится ниже, чем была бы в противном случае. Одновременно актив на балансе все хуже смотрится с точки зрения реальной отдачи и рано или поздно потребует списания.

Кроме того, баланс компании со временем начинает “загрязняться” сомнительными активами, которые не имеют реальной стоимости (или стоимость которых в разы ниже указанной на балансе), что искажает действительную картину для собственников бизнеса и других пользователей.

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

3 Пример в цифрах

В следующем примере покажем отличие результатов по прибыли, марже и величине активов.

Исходные данные, Год 1 (в млн рублей):

- Выручка: 1 000
- Обычные операционные расходы (зарплаты, аренда и т.п.): 600
- Дополнительный проект: внедрение IT-системы / ремонт / R&D — 200
- Срок предполагаемого использования этих “активов”: 5 лет (если капитализировать их, то амортизация составит 40 млн рублей в год)

Вариант 1 — корректный учет (все 200 млн рублей признаются расходом периода)

- Выручка: 1 000
- Опер. расходы: 600 + 200 = 800
- Прибыль до налога: 200
- Налог (25%): 50
- Чистая прибыль: 150
- Основные средства / НМА: 0 (проект не капитализируется)

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

3 Пример в цифрах

Вариант 2 — манипуляция (200 млн рублей капитализируются как актив)

- Выручка: 1 000
- Опер. расходы: 600
- Амортизация по новому активу: 40
- Прибыль до налога: 360 (1 000 – 600 – 40)
- Налог (25%): 90
- Чистая прибыль: 270
- Основные средства / НМА: 200 (на конец Года 1, если амортизация с Года 2, либо 160, если амортизируем актив в первом же периоде)

Отложенный эффект в следующем периоде:

- В корректном учете в Году 2 чистая прибыль, допустим, составляет стабильные 160 млн рублей (без дополнительных проектов)
- В варианте с манипуляцией в Году 2 финансовые результаты уже “догоняет” амортизация — прибыль уже ниже, чем в Году 1 (или Году 2 без манипуляций, если выручка и расходы не меняются)

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

Как это проявляется в отчетности

Капитализация расходов сама по себе не зло и не ошибка — без нее нормальный инвестиционный учет невозможен. Вопрос в масштабе и логике. На что важно смотреть:

1. **Быстрый рост нематериальных активов и капитализируемых затрат**
   - Строки в отчетности вроде “Нематериальные активы”, “Незавершенные капитальные вложения”, “Капитализированные затраты на разработку” растут быстрее выручки
   - В примечаниях видно, что туда попадает много “мягких” статей: зарплаты, услуги подрядчиков, внедрение ПО

2. **Снижение доли операционных расходов к выручке**
   - Операционные расходы (особенно административные, IT, R&D) в процентах к выручке снижаются, хотя компания активно вкладывается в развитие
   - Это может быть сигналом, что часть затрат ушла в активы

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

Как это проявляется в отчетности

3. **Рост EBITDA при умеренной динамике денежных потоков**
   - EBITDA улучшается (меньше расходов выше EBITDA, больше прибыли до амортизации)
   - Но денежный поток от этого не должен особо меняться, ведь деньги из кассы (со счетов) все равно уходят, просто классифицируются в ОДДС не как операционный отток, а как инвестиционный. Также нужно смотреть на налоговые последствия в результате возросшей чистой прибыли периода
   - Если EBITDA идет вверх, а операционный денежный поток — нет, нужно смотреть, не стоит ли за всем этим агрессивная капитализация расходов

4. **Сравнение с отраслью**
   - У сопоставимых компаний расходы на R&D, IT, маркетинг составляют, например, 8–10% выручки, а у этой — 4–5%, при этом она заявляет о “масштабных инвестициях”
   - Это основание проверить, не “ушли” ли эти инвестиции целиком в баланс

5. **Частые изменения учетной политики по капитализации**
   - Если компания периодически меняет подход к тому, что считать капитализируемыми затратами, а что - нет, стоит внимательно посмотреть, не совпадает ли это с трудными для нее годами

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы отделить нормальную инвестиционную активность от “упаковки” расходов в активы, полезно уточнить:

- **Какие категории затрат компания относит на капитализацию?** Есть ли четкий перечень: какие виды работ и услуг могут стать частью актива, а какие строго проходят через ОФР?
- **Какой процент расходов на IT / R&D / ремонта капитализируется сейчас и как это менялось за последние 3–5 лет?** Если доля быстро выросла — почему?
- **Какие критерии “будущих экономических выгод” используются?** Есть ли процедуры подтверждения того, что проект действительно принесет выгоды (бизнес-планы, KPI, пост-фактум анализ)?
- **Как компания тестирует такие активы на обесценение?** Были ли случаи, когда капитализированные затраты потом списывались в расходы из-за нереализованных ожиданий? Как часто такое происходило?
- **Проводился ли анализ сопоставимости с отраслью?** Как доля капитализируемых затрат соотносится с практикой конкурентов?

Ответы позволяют понять, есть ли продуманная методология, или капитализация используется как “кнопка улучшения” результата.

Глава 4. Капитализация расходов: как текущие затраты превращаются в активы

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Вывод по главе

Капитализация расходов — мощный инструмент, который:

- При разумном использовании помогает честно распределять инвестиции по сроку их жизни
- Но при злоупотреблении становится способом завысить прибыль и раздуть активы.

Для аналитика и инвестора главный вопрос: “Не слишком ли много текущих расходов превратили в активы — и насколько реалистично, что эти активы действительно принесут заявленные выгоды?”.

Если вы видите:

- Резкий рост нематериальных активов и капитализируемых затрат,
- Снижение доли операционных расходов к выручке,
- Улучшение EBITDA без сопоставимого роста денежного потока,

... то это повод задать несколько дополнительных вопросов и “развернуть” часть этих активов обратно в расходы — хотя бы в своей аналитической модели.

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

1 Суть схемы

Во многих местах финансовой отчетности управленческое суждение играет огромную роль. Компания часто должна оценивать будущие потери и обязательства и создавать по ним резервы.

Примеры:

- По сомнительным долгам (дебиторская задолженность, которая может не вернуться)
- По гарантийному ремонту и рекламациям (если есть)
- По судебным искам (если есть)
- По реструктуризации и увольнениям (если есть)
- По экологическим, налоговым и другим рискам (если применимо)

Чем выше оценка риска — тем больше резерв и тем выше расходы текущего периода.

Схема махинации в этом случае проста: компания систематически недооценивает резервы и оценочные обязательства, чтобы:

- Уменьшить расходы в Отчете о финансовых результатах
- Показать более высокую прибыль и маржу
- Отложить плохие новости для инвесторов и других стейкхолдеров “на потом”

На балансе при этом:

- Активы выглядит “здоровее”
- Обязательства — ниже, чем это было бы при более консервативном подходе, а капитал — выше

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Зачем так делают

Резервы — одно из самых удобных мест для “подтягивания” финансового результата:

- **Оценка субъективна.** Можно всегда сказать: “Мы верим, что большинство должников все-таки заплатят” или “Вероятность проигрыша по иску невысока”
- **Тема сложна для внешнего пользователя.** Нужно вчитываться в примечания, понимать контекст рынка, следить за судебными делами и т.п. Многие этого не делают. Кроме того, не все понимают механику расчетов и эффект на отчетность
- **Результат виден сразу.** Чем меньше резерв — тем выше текущая прибыль и ниже доля “проблемных” активов
- **Можно использовать для сглаживания прибыли.** В “плохой” год резерв можно слегка распустить, в “хороший” — чуть увеличить. В этом контексте мы концентрируемся именно на недооценке, но логика сглаживания часто идет рядом.

Итог: сегодня прибыль выше и баланс выглядит аккуратнее, зато завтра приходят:

- Списания без резервов, что сильно и “неожиданно” бьет по прибыли
- Убытки по судебным решениям, которые не закладывались в бюджет
- Дополнительные расходы по гарантийному ремонту, которые явно не улучшают финансовые результаты

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

3 Пример в цифрах

Рассмотрим гипотетический пример.

Исходные данные (в млн рублей):

- Дебиторская задолженность на конец отчетного периода: 1 000
- Реально ожидаемый уровень невозвратов: около 10% (т.е. 100 млн рублей)
- Выручка за год: 2 000
- Прочие расходы и доходы не меняются

Вариант 1 — корректный учет (создание консервативного резерва)

- Резерв по сомнительным долгам: 100 млн рублей
- Расход по созданию резерва в ОФР периода: 100 млн рублей
- “Чистая” дебиторская задолженность (1 000 – 100): 900 млн рублей

Вариант 2 — манипуляция (заниженный резерв)

- Резерв: 20 млн рублей (как пример)
- Расход по созданию резерва: 20 млн рублей
- “Чистая” дебиторская задолженность: 980 млн рублей

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

3 Пример в цифрах

Разница по прибыли:

- В варианте 2 прибыль выше на 80 млн рублей (100 – 20)
- Дебиторская выглядит “лучше”
- Доля проблемной дебиторки — ниже (на бумаге)

Чтобы показать отложенный эффект, полезно посмотреть Год 2. Помним, что в обоих вариантах фактически понятно, что 100 млн рублей дебиторской задолженности — безнадежные.

Год 2, корректный учет:

- Списываем 100 млн рублей проблемной дебиторки за счет уже созданного резерва (если действительно становится понятным, что клиент не заплатит по долгу)
- Дополнительный расход в ОФР не возникает (так как созданный ранее резерв берет на себя весь “удар”)
- Прибыль этого периода страдает меньше или вообще не страдает

Год 2, манипуляция:

- Созданный резерв покрывает всего 20 млн рублей убытка, а списывать нужно 100
- Разница в размере 80 млн рублей попадает в расходы текущего периода
- Прибыль Года 2 резко падает, а менеджмент объясняет это “разовым негативным фактором”, который было “сложно предусмотреть” (или похожими выражениями)

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

Как это проявляется в отчетности

Недооценка резервов может долго маскироваться, но обычно оставляет паттерны, если смотреть на цифры в динамике.

1. **Низкая доля резервов относительно “подозрительных” активов**
   - Резерв по сомнительным долгам к дебиторской задолженности ниже, чем у сопоставимых компаний в отрасли
   - При этом структура дебиторки содержит значительную долю просроченной задолженности

2. **Отсутствие резервов по очевидным рискам**
   - Компания участвует в крупных судебных разбирательствах, но в отчетности фигурируют только “условные обязательства” без существенных сумм резервов
   - Есть длительные спорные налоговые позиции, но резервы по ним минимальны

3. **Регулярные “разовые списания”**
   - Периодически появляются крупные списания дебиторской задолженности, гарантийных обязательств, потерь по искам
   - Каждый раз это объясняется как некое исключение, связанное с “единичными контрагентами” или “спецификой проекта”

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Как это проявляется в отчетности

4. **Разрыв между формально “качественным” балансом и реальностью бизнеса**
   - Компания работает в рискованных условиях (кризис, волатильные рынки, слабая платежеспособность клиентов и т.п.)
   - Но уровень резервов остается стабильно низким и почти не меняется годами

5. **Слабая раскрываемость методологии резервов**
   - В пояснениях к отчетности присутствуют стандартные фразы без конкретики: “Резерв создается исходя из профессионального суждения руководства”, “Руководство считает, что созданный резерв достаточен”
   - Нет разбивки по возрасту дебиторской задолженности, сегментам, типам рисков и т.д.

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы разобраться, нет ли искусственного оптимизма в оценке резервов, полезно задать такие вопросы:

- **Как определяется уровень резервов по сомнительной дебиторской задолженности?** Используется ли историческая статистика невозвратов, и за какой период?
- **Как выглядит разбивка дебиторки по срокам просрочки?** Какой процент дебиторской задолженности превышает срок в 90+ дней, и какая доля от общего значения резервируется по этой группе?
- **Как компания оценивает вероятность проигрыша по крупным судебным и налоговым спорам?** Есть ли независимые заключения юристов или консультантов?
- **Как часто пересматривается оценка резервов и оценочных обязательств?** Были ли случаи, когда компания задним числом признает, что резервы были недостаточны?
- **Как доля резервов к рисковым активам соотносится с практикой сопоставимых компаний?** Делался ли бенчмарк (эталонное значение), исходя из отрасли и региона?

Ответы на эти вопросы помогут понять:

- Есть ли у компании системная методология работы с данными “неосязаемыми” факторами
- Или резервы — это гибкий инструмент “подгонки” прибыли под нужный (ожидаемый стейкхолдерами) результат

Глава 5. Резервы и оценочные обязательства: ловкое занижение расходов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Вывод по главе

Резервы и оценочные обязательства — одно из самых “тонких” мест финансовой отчетности:

- Формально все рассчитывается в рамках стандартов
- Но чуть более оптимистичная оценка вероятности потерь — и прибыль сразу выше, баланс выглядит сильнее

Помните, что недооценка резервов:

- Улучшает текущий результат
- Делает активы и обязательства “красивее”
- Но откладывает признание потерь и неприятные сюрпризы на будущее

Для аналитика ключевой вопрос: “Насколько консервативно компания оценивает свои риски — и есть ли у нее достаточная ‘подушка’ в резервах на тот уровень неопределенности, в котором она работает?”

Если резервов подозрительно мало, а “разовых списаний” много, это повод внимательнее присмотреться к методологии и динамике оценочных обязательств!

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

1 Суть схемы

Активы на балансе часто показываются по стоимости, которую компания ожидает получить за счет будущих денежных потоков: через использование или продажу (то есть не всегда показываются по стоимости первоначального приобретения).
Если понятно, что актив уже не принесет тех выгод, на которые изначально рассчитывали, его стоимость нужно снизить — признать обесценение. Особенно это актуально в случаях, когда активом выступает купленный за большие деньги бизнес, а не условный автомобиль или станок.

Это касается:

- Основных средств (заводы, оборудование, недвижимость)
- Нематериальных активов (ПО, лицензии, патенты)
- Гудвилла и результатов сделок M&A (покупка бизнеса целиком)
- Целых денежных генерирующих единиц (CGU - бизнес-юнитов), если оценивается полное бизнес-направление

Честный подход: периодически проверять, сколько на самом деле стоит актив с точки зрения будущих потоков, и при необходимости признавать убыток от обесценения. В принципе, этого требуют как международные стандарты (МСФО), так и аудиторы (если компания является достаточно крупной и/или публичной, и пользуется услугами аудиторов).

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

1 Суть схемы

Схемы манипуляции:

- “Закрыть глаза” и не признавать обесценение, даже когда бизнес по этому активу находится давно в минусе
- Наоборот, устроить “кровавую баню” — в один «плохой» период списать все и сразу, чтобы следующие периоды выглядели очень хорошо на контрасте

В обоих случаях итоговый эффект — смещение убытков по времени так, как удобно менеджменту, а не так, как это нужно в реальности.

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

Зачем так делают

Обесценение — штука болезненная и достаточно громкая:

- Сразу падает прибыль
- Сокращается капитал
- Появляются вопросы со стороны инвесторов и банков
- Иногда включаются ковенанты по кредитам

Поэтому у менеджмента есть сильная мотивация оттянуть момент признания, чтобы:

- **Не портить текущий период.** Особенно, если и так хватает негативных факторов: рынок просел, выросли ставки, есть другие разовые списания
- **Не нарушить ковенанты и договоренности.** Крупное обесценение может ударить по показателям капитализации, D/E, покрытию процентов и т.п.
- **Сохранить “историю успеха” для инвесторов и рынка.** Имидж перспективного направления или успешной сделки M&A рушится, если внезапно списать купленный бизнес “в ноль” или сильно уменьшить его стоимость на балансе
- **Провести “кровавую баню”.** Иногда, наоборот, выгодно в год, который и так будет плохим, собрать все возможные плохие новости — списать активы, создать дополнительные резервы. Год все равно выглядит ужасно, зато следующие периоды можно показывать, говоря что: “Мы зачистили баланс от лишнего, теперь будет только рост”.

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

3 Пример в цифрах

Рассмотрим гипотетический пример:

Исходные данные, Год 1 (в млн рублей):

- Балансовая стоимость активов (бизнес-юнита): 1 000
- Оценка возмещаемой стоимости (“реальная” стоимость активов: либо справедливая стоимость за вычетом расходов на продажу, либо приведенные будущие денежные потоки): 700
- Прочие показатели бизнеса держим одинаковыми

Вариант 1 — корректный учет (обесценение признано):

- Основные средства / НМА до обесценения: 1 000
- Убыток от обесценения: 300 (700 - 1 000)
- Основные средства / НМА после обесценения: 700
- Прибыль до налога: на 300 меньше, чем в варианте без обесценения
- Капитал: тоже ниже на 300 (игнорируем налоговый эффект)

Вариант 2 — манипуляция (обесценение не признается):

- Основные средства / НМА: 1 000 (ничего не списываем)
- Убыток от обесценения: 0
- Прибыль до налога: на 300 выше, чем в корректном варианте
- Капитал: на 300 больше

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

3 Пример в цифрах

Теперь рассмотрим отложенный эффект в следующем периоде - Год 2:

- В корректном учете: актив уже снижен до 700 млн рублей, амортизация считается с новой базы, прибыль отражает реальное состояние бизнеса. Кроме того, стандартные метрики эффективности (ROE, ROA) также улучшаются, при прочих равных

  В варианте манипуляции: актив все еще стоит 1 000 млн рублей, амортизация кажется «скромной», а потом — внезапно — компания признает крупное обесценение (например, те же 300 млн рублей или даже больше). В Году 2 или 3 происходит резкий провал прибыли. Особенно это все подозрительно выглядит, если отрасль или экономика в целом чувствуют себя “не очень”, а компания продолжает “тянуть” активы на балансе по высокой старой стоимости.

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

Как это проявляется в отчетности

Непризнавание или “грубая настройка” обесценения обычно видно в динамике результатов и в примечаниях к отчетности.

1. **Убыточные направления, которые не обесцениваются**
   - Бизнес-направление или дочерняя компания годами показывает слабую или отрицательную прибыль, рост выручки отсутствует или заметно слабее, чем у конкурентов
   - Но гудвилл и связанные с ним активы на балансе стоят столько же, как в периоде покупке данного бизнеса
   - В примечаниях к отчетности говорится, что “тест на обесценение не выявил необходимости списаний”

2. **Редкие или слишком поздние списания**
   - Компания долго избегает обесценения, а потом внезапно признает очень крупный убыток по группе активов или гудвиллу

Часто это совпадает с кризисом, сменой менеджмента или уже сорванными ожиданиями рынка

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

Как это проявляется в отчетности

3. **Чрезмерно оптимистичные допущения в тестах на обесценение**
   - В примечаниях ссылаются на прогнозы роста выручки и маржи по бизнес-юниту, которые заметно лучше, чем динамика бизнеса в последние годы или прогнозы по отрасли
   - Ставка дисконтирования кажется заниженной, горизонты прогнозирования растянуты

4. **Слабая чувствительность к изменениям допущений**
   - В разделе чувствительности (sensitivity analysis) в финансовой отчетности может быть написано, что даже уменьшение денежных потоков или рост ставки дисконтирования почти не влияют на вывод, касающийся обесценения
   - Это выглядит странно, если бизнес на практике нестабилен.

5. **“Кровавая баня” в финансовом периоде, который и так обещает быть плохим**
   - В год, когда и без того много негативных факторов (кризис, санкции, падение спроса), компания признает максимальный объем списаний и обесценений
   - Следующие годы уже строятся на “зачищенной” базе и смотрятся очень привлекательно

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы оценить, насколько честно компания подходит к обесценению, полезно уточнить:

- **Как часто проводится тест на обесценение ключевых активов и гудвилла?** Только раз в год “для галочки” или при каждом существенном ухудшении условий?
- **Какие ключевые допущения используются в моделях?** Темпы роста выручки, маржа, ставка дисконтирования, горизонт прогнозирования
- **Проводился ли анализ чувствительности?** Что происходит с выводами, если снизить прогнозируемые денежные потоки или поднять ставку дисконтирования на 2–3 п.п.?
- **Были ли случаи значительного обесценения в прошлом?** Что стало триггером, не было ли признаков того, что списание нужно было сделать раньше?
- **Как соотносится балансовая стоимость активов с рыночными мультипликаторами и сопоставимыми сделками?** Не оказывается ли, что бизнес в балансе оценивается заметно дороже, чем рынок оценивает похожие компании?

Ответы помогают понять, есть ли реальный, рабочий процесс тестирования на обесценение, или это формальное упражнение, проводимое “под нужный результат”.

Глава 6. Обесценение активов: когда убытки «переносят» на будущее

Вывод по главе

Обесценение активов — инструмент, который должен:

- Вовремя признавать, что часть инвестиций не оправдалась
- Приводить баланс в соответствие с экономической реальностью, а не иллюзиями

Если обесценение:

- Откладывают, когда результаты уже явно слабые
- Или собирают в одном “плохом” году в формате “кровавой бани”,

...то отчетность перестает быть честной хроникой бизнеса и превращается в инструмент управления восприятием.

Для аналитика ключевые вопросы:

- Соответствуют ли активы в балансе тем денежным потокам, которые они реально генерируют
- Не слишком ли оптимистичны допущения в моделях обесценения
- Не используется ли инструмент списания активов как способ комфортно “размазать” или концентрированно “слить” убытки по годам (так сказать, “признать прошлые грехи” текущего или предыдущего менеджмента)

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

1 Суть схемы

Во многих бухгалтерских стандартах (особенно МСФО) компании могут учитывать отдельные активы и обязательства по справедливой стоимости, а не только по исторической.

Примеры:

- Недвижимость
- Инвестиционная собственность
- Некоторые финансовые инструменты
- Биологические активы
- Иногда — отдельные виды оборудования

В нормальной логике это должно отражать более актуальную стоимость активов: например, если недвижимость сильно подорожала, есть смысл показать это на балансе.

Схема махинации:

- Компания агрессивно завышает оценку активов
- Признает крупный прирост стоимости через прочий совокупный доход (OCI) и резерв переоценки в капитале, хотя денежный поток от этого не меняется. При этом для инвестиционной недвижимости, учитываемой по модели справедливой стоимости, и для финансовых инструментов категории FVTPL (fair value through profit or loss) изменение справедливой стоимости проходит через ОФР, поэтому завышение оценки там напрямую «подкрашивает» и прибыль, а не только капитал
- Создает впечатление более сильного собственного капитала и «здоровых» коэффициентов

Фокус в том, что:

- Денежного потока от этой переоценки нет
- Реальная способность бизнеса генерировать деньги не изменилась
- Зато капитал, ROE, D/E и некоторые другие коэффициенты на бумаге выглядят гораздо лучше

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

Зачем так делают

Переоценка — удобный инструмент для косметического усиления баланса. Он позволяет:

- **Укрепить собственный капитал.** Повышенная стоимость активов увеличивает капитал через добавочный капитал/резерв переоценки. D/E и другие коэффициенты улучшаются, кредиторы и инвесторы могут расслабиться

- **Сделать компанию привлекательнее для сделок.** На переговорах по продаже бизнеса или привлечению инвестора здоровый капитал и “богатый” баланс выглядят убедительнее (и позволяет легче обосновать более высокую цену продажи покупателю)

- **Соблюсти ковенанты по займам.** Во многих договорах есть ограничения по кредитным плечам (Debt/Equity, Debt/Assets и т.п.). Подняв стоимость активов, можно улучшить эти коэффициенты без реального снижения долга!

- **Оттянуть момент проблемного обесценения.** Если раньше активы покупались дорого, а сейчас бизнес, обладающий ими, ослаб, то агрессивная переоценка или отсутствие обесценения помогает не показывать потери

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

3 Пример в цифрах

Рассмотрим гипотетический пример.

Исходные данные (до переоценки) в млн рублей:

- Основные средства / недвижимость: 1 000
- Долг (кредиты и займы): 800
- Капитал: 200 (баланс 1 000 = 800 + 200)

Коэффициент D/E:

- D/E = 800 / 200 = 4,0 — довольно тяжелая долговая нагрузка на практике

Допустим, компания приглашает оценщика, который определяет, что “рыночная стоимость” недвижимости — 1 400 млн рублей.

Вариант 1 — без переоценки (консервативный подход):
Баланс остается:

- Активы: 1 000
- Долг: 800
- Капитал: 200
- Коэффициент D/E = 4,0

Вариант 2 — агрессивная переоценка (манипуляция):

- Долгосрочные активы после переоценки: 1 400 млн рублей
- Прирост стоимости: +400 млн рублей
- Этот прирост уходит в капитал (резерв переоценки) через прочий совокупный доход, увеличивая тем самым его

Новый баланс:

- Активы: 1 400
- Долг: 800
- Капитал: 600 (баланс соблюдается 1 400 = 800 + 600)
- Новый коэффициент D/E: D/E = 800 / 600 ≈ 1,33

Видим, что баланс компании стал в моменте существенно устойчивее, а значение коэффициента D/E - весьма консервативным или даже ниже “рынка”.

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

4 Как это проявляется в отчетности

Агрессивные игры с переоценкой обычно хорошо видны, если смотреть на баланс, отчет о совокупном доходе (ОФР + Отчет о прочем совокупном доходе) и примечания к отчетности.

1. **Сильный прирост капитала через прочий совокупный доход (OCI)**
   - В Отчете о совокупном доходе значительная часть прироста капитала идет не через прибыль, а через строки типа “Переоценка основных средств” или “Прирост справедливой стоимости...”
   - При этом чистая прибыль в периоде не показывает сопоставимого роста

2. **Резкий рост стоимости недвижимости / инвестиционной собственности**
   - В примечаниях видно, что стоимость объектов увеличена на десятки процентов за год
   - Хотя рынок недвижимости не демонстрирует такой динамики, либо имеются общие негативные факторы

3. **Разрыв между балансовой и рыночной оценкой бизнеса**
   - Капитал на балансе (Book Value of Equity) после переоценок оказывается выше, чем оценка компании по рыночной капитализации (для публичных компаний) или по мультипликаторам аналогов (для частных компаний). Также может проявляться в том, что мультипликатор P/B у компании резко становится сильно ниже аналогов за счет роста балансового значения капитала (B - Book Value of Equity), из-за чего менее опытные инвесторы могут решить, что акции компании недооценены и принять некорректные инвестиционные решения
   - Все это является сигналом того, что активы на балансе могут быть завышены

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

Как это проявляется в отчетности

4. **Зависимость отчетности от одного оценщика**
   - В примечаниях все значения основаны на цифрах от одной оценочной компании, которая из года в год подтверждает высокую стоимость активов
   - Нет ссылок на альтернативные оценки или рыночные сделки

5. **Нечеткая методология оценки и слабая чувствительность цифр**
   - Примечания описывают подход к оценке в общих фразах, без числа ключевых параметров (ставки капитализации, дисконтирования, уровень заполняемости и пр. - что актуально для недвижимости)
   - В разделе чувствительности может быть показано, что даже существенное ухудшение допущений не приводит к заметному снижению справедливой стоимости — и это странно

Важно помнить, что манипулировать оценкой можно не только со стоимостью активов, но и с оценкой обязательств. В ряде случаев их переоценка тоже приводит к росту капитала — без какого-либо улучшения бизнеса в реальности.

- Во-первых, это касается **финансовых обязательств, учитываемых по справедливой стоимости**. Если компания обозначила часть долга как “по справедливой стоимости через прибыль или убыток” (FVTPL), то изменения его справедливой стоимости попадают в ОФР

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

Как это проявляется в отчетности

Например, рост рыночных ставок делает долг с фиксированным купоном менее привлекательным, его справедливая стоимость снижается — и в отчетности возникает прибыль: формально обязательства “подешевели”. Экономически денежный поток по купону не изменился, но капитал и коэффициенты долговой нагрузки могут теперь выглядеть лучше просто за счет такого пересчета, который оказался выгодным для компании.

- Во-вторых, похожая логика работает для **долгосрочных оценочных обязательств, в первую очередь пенсионных** (там, где они есть). По МСФО 19 переоценки чистого обязательства по пенсионным планам с установленными выплатами (изменения дисконтной ставки, актуарных предположений и т.п.) сразу отражаются в прочем совокупном доходе и напрямую меняют капитал, минуя ОФР

Если руководство закладывает завышенную дисконтную ставку или чересчур оптимистичные предположения по доходности активов фонда, размер обязательства снижается, возникает “прибыль” в прочем совокупном доходе, и собственный капитал увеличивается — хотя реальной экономической защиты по этим обязательствам больше не стало.

В общем виде схема такая: менеджмент может не только “надуть” активы, но и “подсушить” обязательства за счет выбора модели учета, дисконтной ставки и допущений. В отчетности это часто находится не в ОФР, а в Отчете о прочем совокупном доходе и примечаниях (которые далеко не все пользователи отчетности читают), поэтому без отдельного внимания к разделам про финансовые обязательства, пенсионные планы и резервы такие эффекты легко пропустить!

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы понять, насколько честно применяются модели fair value (справедливой стоимости) и переоценки, полезно спросить:

- **Как часто проводится переоценка и по какой методологии?** Какие подходы используются: доходный, сравнительный, затратный?
- **Какие ключевые допущения были заложены в оценку?** Для недвижимости: ставки капитализации, аренды, уровень заполнения, прогноз роста. Для финансовых активов: ставки дисконтирования, кредитные риски, спрэды
- **Кто проводит оценку?** Независимый ли это оценщик, есть ли у компании практика смены оценщиков или получения второго мнения?
- **Как выглядит чувствительность стоимости активов к изменению допущений?** Что происходит, если, например, ставка дисконтирования вырастет на 1–2 п.п. или арендная плата снизится?
- **Сопоставимы ли показатели с рынком и аналогами?** Не оказывается ли, что компания оценивает свою недвижимость/активы по ставкам, существенно отличающимся от рыночных?

Ответы помогут отличить честную попытку показать реальную стоимость активов от ситуации, когда переоценка используется как инструмент косметического улучшения баланса и снижения долговой нагрузки.

Глава 7. Переоценка активов и справедливая стоимость: как раздуть капитал на пустом месте

Вывод по главе

Переоценка и справедливая стоимость (fair value) — мощный инструмент:

- С одной стороны, он позволяет приблизить баланс к реальности
- С другой — дает большой простор для завышения активов и капитала, если компания хочет выглядеть устойчивее, чем есть на самом деле.

Важный тезис: переоценка сама по себе не создает деньги — она меняет только картинку баланса и капитала. Эффекта на денежный поток компании нет!

Для аналитика и инвестора полезно:

- Смотреть не только на размер капитала, но и на качество его происхождения (заработанная прибыль или переоценки)
- Сравнивать балансовую стоимость активов с рыночными мультипликаторами и ценами из M&A-сделок (если есть возможность)
- Внимательно читать примечания к переоценке: кто оценивал, как оценивал и насколько реалистичны заложенные допущения

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

1 Суть схемы

Баланс — это снимок того, чем компания владеет и кому должна на тот или иной момент времени. Но далеко не всегда все обязательства честно попадают на него.

Часть рисков и долгов можно оформить так, что они:

- «Живут» в примечаниях к отчетности
- Лежат на отдельных структурах (SPV - компании специального назначения, или «проектные компании», созданные для реализации определенного проекта или для определенной цели, а также совместные предприятия)
- Отражаются как операционная аренда или условные обязательства
- Формально не проходят по строке «кредиты и займы»

Схема в том, что экономически компания несет нагрузку, а на балансе:

- Долг ниже
- Коэффициенты долговой нагрузки выглядят лучше
- Кредиторы и инвесторы видят менее рискованный профиль

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

1 Суть схемы

Типичные инструменты для манипуляций:

- Операционная аренда (там, где по сути имеется долг за пользование активом)
- Финансовые схемы с поставщиками (reverse factoring, supplier financing)
- Гарантийные обязательства по долгам дочерних и аффилированных структур
- Специальные проектные компании (SPV), на которых висят активы и долги, связанные с основным бизнесом

Нюанс по МСФО и РСБУ. Раньше операционная аренда была классическим примером долга за балансом (МСФО 17, старые РСБУ: объекты на счете 001, обязательство в примечаниях). С введением IFRS 16 и российского ФСБУ 25/2018 для арендатора почти вся существенная аренда отражается как право пользования активом и арендное обязательство на балансе. За балансом остаются только краткосрочные и малоценные договоры, а также случаи, когда организация вправе применять упрощенный учет.

Поэтому в реальном анализе важно смотреть, по каким стандартам и за какой период составлена отчетность: аренда в РСБУ за 2016 год и аренда в МСФО/ФСБУ за 2024 год — это уже две разные истории с точки зрения внебалансовых рисков.

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

Зачем так делают

Вывод части обязательств за баланс дает компании несколько очевидных выгод:

- **Снижает формальный уровень долга.** Показывать коэффициенты D/E и Net debt/EBITDA такими, чтобы банки и инвесторы чувствовали себя спокойнее
- **Соблюдает кредитные ковенанты.** Многие кредитные договоры смотрят в основном на баланс. Если аренда, гарантии или SPV «не влезают» в финансовый долг, коэффициенты выглядят благополучнее
- **Показывает красивый баланс перед сделкой.** При подготовке к продаже бизнеса или сделке IPO хочется, чтобы структура капитала выглядела аккуратно. Скрытые обязательства оставляют позже — на этапе «внимательного чтения» документов
- **Сохраняет гибкость.** Формально обязательство может лежать на другой компании или считаться условным. До тех пор, пока риск не материализовался, баланс выглядит легче

Проблема в том, что в стрессовой ситуации:

- Именно эти «невидимые» обязательства и всплывают, нанося убытки
- Иногда они и становятся причиной кризиса ликвидности

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

3 Пример в цифрах

Представим, что у компании есть:

- Долгосрочная операционная аренда офисов и складов на несколько лет
- В примечаниях указана приведенная стоимость будущих арендных платежей в размере 400 млн рублей

Исходные данные (как в отчетности) в млн рублей:

- Активы (без права пользования): 1 000
- Долг (кредиты и займы): 500
- Капитал: 500

Баланс: 1 000 = 500 (долг) + 500 (капитал). Соответственно, D/E = 500 / 500 = 1,0

Арендные обязательства на 400 млн рублей нигде в долге не отражены — они живут только в примечаниях.

Вариант 1 — «как в отчетности» (арендные обязательства в виде будущих платежей находятся за балансом)

- Активы: 1 000 млн рублей
- Долг: 500 млн рублей
- Капитал: 500 млн рублей
- Коэффициент D/E = 1,0x

Вариант 2 — «приводим аренду на баланс»
Представим, что мы трактуем аренду как аналог долга (что по сути и делает стандарт МСФО 16):

- Добавляем к активам право пользования (ROU): +400
- Добавляем к обязательствам арендный долг: +400

Новый баланс:

- Активы: 1 400 (1 000 + 400) млн рублей
- Долг: 900 (500 кредитов + 400 аренды) млн рублей
- Капитал: 500 млн рублей

Новый коэффициент D/E:

- D/E = 900 / 500 = 1,8x

Что касается строки “процентные расходы / аренда” в ОФР:

- Если просчитать, как арендный платеж раскладывается на “проценты” и “погашение долга”, будет видно, что часть «аренды» — по сути скрытая стоимость долга.

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

4 Как это проявляется в отчетности

Вывод обязательств за баланс — достаточно широкая тема, но основные сигналы повторяются из раза в раз.

1. **Много аренды, но мало долга**
   - Компания активно использует аренду (офисы, склады, техника, транспорт)
   - В ОФР значительные арендные расходы
   - При этом на балансе скромный долг и визуально консервативная долговая нагрузка
   - В примечаниях можно увидеть большую сумму будущих арендных платежей — это “скрытый долг”

2. **Сложные схемы факторинга и финансирования поставщиков**
   - Компания продает дебиторскую задолженность через инструмент факторинга или использует программы финансирования поставщиков (reverse factoring)
   - Формально часть обязательств может числиться как “кредиторская задолженность”, а не как кредиты и займы
   - Если не смотреть примечания, создается впечатление низкого долга и высокого операционного денежного потока (особенно если учитывать, что проценты по кредитам и займам вообще часто отображают в финансовом денежном потоке, “вычищая” их из операционного денежного потока)

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

Как это проявляется в отчетности

3. **Специальные проектные компании (SPV) и структурированные сделки**
   - В структуре группы есть специальные проектные компании (SPV), на которых висят активы и долги по проектам, полностью контролируемым основным бизнесом
   - В отчетности материнской компании долг SPV могут не показывать как собственный, но фактически риски и платежи завязаны на основной бизнес

4. **Гарантийные обязательства**
   - Компания выдает гарантийные письма по долгам дочерних, аффилированных или партнёрских компаний
   - На балансе это может не отражаться, пока риск не реализован
   - В примечаниях и разделе “Условные обязательства” могут быть крупные суммы

5. **Большой раздел “условные обязательства” и мало конкретики**
   - Раздел примечаний про условные обязательства растет
   - Формулировки размыты, оценки вероятностей — оптимистичные
   - Суммы, которые могут стать реальными платежами в будущем, значительны, но резервы по ним минимальны

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы увидеть реальную картину обязательств, полезно спросить:

- **Какова суммарная приведенная стоимость будущих арендных платежей?** Если эта цифра сопоставима с суммой финансового долга (кредиты, займы, облигации и т.п.) или больше нее — это сигнал, что без аренды обязательства лучше не анализировать
- **Использует ли компания факторинг и финансирование поставщиков?** Какие объемы проходят через такие инструменты, как они классифицируются в отчетности?
- **Есть ли у компании гарантии и поручительства по долгам других компаний группы?** На какие суммы и при каких условиях они могут стать реальными обязательствами?
- **Входит ли проектные компании и совместные предприятия (JV - Joint Ventures) в периметр консолидированной отчетности?** Если нет — кто несет экономические риски и выгоды по этим структурам?
- **Как компания оценивает общий “экономический долг” с учетом аренды, гарантий и программ финансирования?** Делается ли такой расчет внутри для управленческих целей?

Ответы помогают перейти от формального баланса к экономической картине рисков, где учитываются не только кредиты и облигации, но и все пролонгированные обязательства, которые компания не может игнорировать!

Глава 8. Обязательства за балансом: аренда, SPV и другие скрытые долги

Вывод по главе

Обязательства за балансом — это: не магия и не фальсификация как таковая, а чаще результат того, как стандарты и договоры позволяют оформлять долг в разных «упаковках».

Для аналитика и инвестора принцип важен: “Меня интересует не только то, что написано в строке ‘кредиты и займы’, а весь набор обязательств платить в будущем”.

Поэтому при анализе финансовой отчетности стоит:

- Всегда читать примечания к аренде, факторингу, гарантиям и SPV
- Считать “расширенный долг” — с включением аренды, финансирования поставщиков и гарантированных обязательств
- От этих скорректированных значений уже отталкиваться при оценке финансовой нагрузки компании, ковенант и устойчивости бизнеса в стрессовых сценариях

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

1 Суть схемы

В Отчете о финансовых результатах важно не только сколько компания зарабатывает и тратит, но и как именно она раскладывает эти расходы и доходы по строкам.

Классификационные игры — это когда:

- Одинаковые по сути расходы показываются то в операционных расходах, то как “прочие”
- Часть затрат выводится в “разовые”, “реструктуризационные”, “иные” статьи
- Создаются собственные метрики вроде “скорректированная EBITDA” (Adjusted EBITDA), “нормализованная прибыль” (Normalized profit), “базовая прибыль” (Underlying earnings) и т.п.

Формально все может соответствовать бухгалтерским стандартам, но:

- Скорректированная прибыль выглядит лучше, чем была бы при более консервативной классификации
- “Грязные” расходы появляются внизу отчета и в примечаниях к отчетности
- Пользователю отчетности сложно понять, что относится к регулярным затратам бизнеса, а что — к действительно единичным событиям

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

2 Зачем так делают

Мотивация понятная и часто открыто озвучивается:

- **Показать “чистую операционную прибыль”**, очищенную от “разовых” и “нехарактерных” эффектов. В теории это звучит разумно: инвестор должен видеть устойчивую прибыльность бизнеса
- **Сделать компанию сопоставимой по метрикам с конкурентами.** В презентациях удобно объяснять: “Вот наша скорректированная EBITDA, на нее и смотрите”
- **Смягчить влияние непопулярных решений.** Например, увольнения, закрытие направлений, неудачные сделки — все это можно выставить как “единоразовые события”, не влияющий на постоянные операции бизнеса
- **Выполнить ковенанты и бонусные схемы.** Очень часто ковенанты по долгам и бонусы менеджмента завязаны на нестандартному показателю EBITDA или ее вариации. Чем больше расходов вывести “за скобки”, тем проще уложиться в целевые значения.

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

2 Зачем так делают

Проблема в том, что:

- Грань между действительно разовыми событиями и повторяющимися “разовыми” расходами легко размывается
- Со временем Adjusted EBITDA превращается в цифру, от которой просто откусили все неприятное

Нюанс по статусу показателя EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization - прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации). Ни МСФО, ни US GAAP, ни РСБУ не дают официального определения EBITDA — это нестандартный, “альтернативный” показатель. Регуляторы разрешают его использовать, но требуют не указывать, что это “настоящая прибыль”: нужно явно показывать, как EBITDA и ее скорректированные версии рассчитаны на основе стандартных строк ОФР, и последовательно придерживаться одной формулы.

На практике это означает, что у компании всегда есть пространство маневра в том, что включать и исключать из расчета EBITDA.

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

3 Пример в цифрах

Рассмотрим гипотетический пример.

Исходные данные (Год 1) в млн рублей:

- Выручка: 1 000
- Себестоимость: 600
- Операционные расходы (зарплаты, офис, маркетинг и т.п.): 200
- Дополнительный расход на реструктуризацию: 100 (например, закрытие убыточного направления, выплаты при сокращении персонала и т.п.)

Вариант 1 — “классическая” EBITDA (без корректировок) в млн рублей. Расчет:

- Выручка: 1 000
- (-) Себестоимость: (600)
- (-) Опер. расходы: (200)
- (-) Реструктуризация: (100)
- (=) EBITDA: 100

Вариант 2 — скорректированная EBITDA (манипулятивный подход)

Менеджмент компании говорит: “Реструктуризация — разовое событие, а не часть обычной операционной деятельности”. И исключает 100 млн рублей из расчета скорректированной EBITDA.

Тогда:

- Выручка: 1 000
- (-) Себестоимость: (600)
- (-) Опер. расходы: (200)
- **Скорректированная EBITDA: 200**
- Реструктуризация: 100 (но ниже скорректированной EBITDA)

Что происходит в следующих периодах?

- В теории реструктуризация должна быть разовой
- Но если подобные статьи появляются каждый год, то это уже часть нормальной операционной деятельности бизнеса, а не исключение (например, как это происходит в больших ритейл-сетях с открытиями и закрытиями магазинов)

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

4 Как это проявляется в отчетности

Классификационные игры и нестандартные метрики обычно сидят:

- В самом ОФР (перестановка строк)
- В примечаниях
- В презентациях к отчетности (например, в рамках инвесторских конференций или квартальных звонков по разбору результатов)

Признаки:

1. **Сильный разрыв между “классической” и “скорректированной” EBITDA**
   - В отчете и презентациях менеджмент акцентирует внимание именно на скорректированной EBITDA
   - Разница с “классическим” вариантом расчета EBITDA существенная и устойчивая, а список корректировок длинный

2. **Постоянные “разовые” расходы**
   - В каждом периоде есть “единоразовые” статьи: реструктуризация, судебные расходы, затраты на оптимизацию, консалтинговые услуги и т.п.
   - По сути, эти расходы становятся регулярными, просто меняются формулировки

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

4 Как это проявляется в отчетности

3. **Сложные переклассификации**
   - Расходы, которые по сути операционные, прессуют в строки “прочие”, “ниже операционной прибыли” или вообще в отдельные разделы
   - При сравнении нескольких лет видно, как одни и те же статьи “ездят” по отчету туда-сюда

4. **Метрики, не совпадающие с денежными потоками**
   - Скорректированная EBITDA растет из периода в период, но денежный поток от операционной деятельности (CFO) отстает или даже ухудшается
   - Это сигнал, что значимая часть затрат, влияющих на деньги, “уезжает” в корректировки, а не отражается в “основной” метрике

5. **Смена методики расчета нестандартных показателей**
   - Компания меняет подход к расчету скорректированной EBITDA или других метрик часто с припиской “для лучшего отражения сущности бизнеса” и в “случайном” порядке новые методы дают более приятные цифры

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Если скорректированные метрики играют ключевую роль в презентациях, стоит уточнить:

- **Какие типы расходов всегда включаются в Adjusted EBITDA, а какие — исключаются?** Есть ли четкая политика, или список корректировок гибко меняется от периода к периоду?
- **Какова суммарная величина корректировок за последние 3–5 лет?** Не оказывается ли, что “разовые” расходы почти каждый год составляют значимую долю выручки?
- **Есть ли расходы, которые “разовые”, но повторяются по сути (реструктуризации, интеграции, разовый консалтинг)?** Почему они не рассматриваются как часть нормальных затрат ведения бизнеса?
- **Используются ли скорректированные метрики в схемах мотивации менеджмента и ковенантах по долгам?** Если да, как компания гарантирует, что корректировки не используются для “подгонки” под цели?
- **Сопоставима ли политика корректировок с практикой конкурентов?** Делался ли анализ, не выносит ли компания за скобки больше расходов, чем аналогичные игроки рынка?

Ответы помогают понять, несут ли Adjusted-показатели дополнительную информативность, или это уже в основном инструмент манипуляций с цифрами.

Глава 9. Классификационные игры и нестандартные метрики: как увеличить прибыль без реального прогресса

Вывод по главе

Классификационные игры и нестандартные метрики — тонкая тема:

- С одной стороны, они действительно могут помогать отделить устойчивый результат от “мусора”
- С другой — легко превращаются в способ убрать из EBITDA все неприятное и показать инвесторам максимально вылизанный показатель прибыли

Для аналитика важно:

- Всегда смотреть и на “грязную” (классическую) EBITDA, и на скорректированные версии
- Считать, какая доля расходов выносится за скобки год за годом
- Задаваться вопросом: “Если бы я был владельцем этого бизнеса, считал бы я эти расходы действительно разовыми — или это нормальная цена за его существование и развитие?”

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

1 Суть схемы

Даже если с прибылью все на вид прилично, аналитики часто задают главный вопрос: «А где деньги?». Отчет о движении денежных средств (ОДДС) как раз и показывает, что происходит с живыми деньгами: сколько пришло от операционной деятельности, сколько ушло на инвестиции, сколько — на обслуживание долга и дивиденды.

Манипуляции здесь реже связаны с прямой фальсификацией. Гораздо чаще компании:

- Подкрашивают денежный поток от операционной деятельности (CFO)
- Либо косметически меняют классификацию потоков между операционным, инвестиционным и финансовым разделами

Типичные приемы:

- Агрессивный сбор дебиторской задолженности в конце года (+ к потоку)
- Задержка оплат поставщикам и перенос части платежей на следующий период (+ к потоку)
- Разовые сделки (факторинг, продажи активов) так, чтобы улучшить CFO именно на отчетную дату (+ к потоку)
- Переклассификация процентов, дивидендов, некоторых платежей по договоренности в более “приятный” раздел ОДДС (тем более, что МСФО это позволяют делать вполне открыто - см. МСФО 7)

Экономика бизнеса при этом не меняется, но картина ликвидности на конец года выглядит значительно бодрее.

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

Зачем так делают

Причины вполне понятны:

- **Показать “здоровый” операционный денежный поток.** Инвесторы, банки и рейтинговые агентства внимательно смотрят на операционный денежный поток (CFO): именно он показывает, способен ли бизнес сам себя финансировать
- **Поддержать историю “cash-generative бизнеса”.** В презентациях приятно говорить: “Наш бизнес генерирует устойчивый денежный поток” — даже если часть этого потока вытянута искусственными мерами в конце отчетного периода
- **Соблюсти ковенанты.** В кредитных договорах могут быть условия по минимальному CFO, коэффициенту покрытия процентов денежным потоком и др. Тот же показатель CFADS, используемый финансовыми организациями для оценки платежеспособности компании или проекта, по сути является сильно модифицированным CFO
- **Снизить тревогу по поводу долговой нагрузки.** Если операционный денежный поток выглядит сильным, даже высокий долг воспринимается спокойнее
- **Сгладить временные проблемы с ликвидностью.** Можно создать иллюзию, что с деньгами все под контролем, отложив неприятные платежи и ускорив поступления.

Проблема в том, что такие манипуляции почти всегда обратимы: в следующем периоде денег, наоборот, окажется меньше — и “подкрашивание” придется либо повторять, накапливая проблемы “снежным комом”, либо подробно объяснять слабый CFO.

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

Рассмотрим первый гипотетический пример.

Исходные данные (Год 1, без манипуляции), в млн рублей

Предположим за период:

- Выручка: 1 000
- Себестоимость и прочие денежные расходы: 800
- Чистая прибыль (упрощенно): 200

Оборотный капитал:

- Дебиторская задолженность на начало года: 200
- Дебиторская задолженность на конец года (нормально, без подгонки): 300
- Кредиторская задолженность на начало года: 150
- Кредиторская задолженность на конец года (без подгонки): 150

Изменения оборотного капитала:

- ΔДебиторская задолженность = 300 – 200 = +100 (это минус для операционного денежного потока)
- ΔКредиторская задолженность = 150 – 150 = 0 (нулевое влияние на CFO)

Упрощенно операционный денежный поток (CFO): CFO ≈ Чистая прибыль – рост дебиторки + рост кредиторки = 200 – 100 + 0 = 100

Вариант 1 — честный (без манипуляции)

- Чистая прибыль: 200
- CFO: 100

Дебиторская задолженность выросла, так как часть выручки еще не оплачена деньгами — нормально.

Вариант 2 — “подкрашивание” CFO. В конце года менеджмент:

- Максимально давит на клиентов, чтобы они заплатили раньше (возможно даже дает скидки за более раннюю оплату, что уменьшает прибыль от сделок)
- Переносит часть поставок и задерживает платежи поставщикам

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

В результате:

- Дебиторская задолженность на конец года не растет, а даже снижается: например, с 200 до 150. Соответственно, ΔДебиторская задолженность = 150 – 200 = –50 (это плюс для CFO: +50)
- Кредиторская задолженность же, наоборот, увеличивается: с 150 до 300, т.е. ΔКредиторская задолженность = 300 – 150 = +150 (дополнительный плюс для CFO: +150)

Тогда: CFO (новый) ≈ 200 – (–50) + 150 = 200 + 50 + 150 = 400.

То есть:

- Чистая прибыль составляет те же 200 млн рублей
- CFO в манипулятивном сценарии равен 400 млн рублей против 100 при честном учете.

Иными словами:

1. Чистая прибыль не изменилась
2. Операционный денежный поток вырос в 4 раза за счет разовой оптимизации оборотного капитала
3. Дебиторская и кредиторская задолженность в манипулятивном варианте выглядят аномально:
   - Дебиторская задолженность слишком низкая
   - Кредиторская задолженность — наоборот, необычно высокая

В следующем отчетном периоде вполне вероятна следующая ситуация:

- Дебиторская задолженность снова растет (клиенты платят медленнее)
- Кредиторская задолженность снижается до более нормального уровня (ведь по счетам платить все равно надо), и операционный денежный поток в итоге просядет, компенсируя “косметические правки” предыдущего периода

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

Пример 2. Улучшение CFO через переклассификацию денежных потоков

Иногда операционный денежный поток можно “улучшить” вообще без движения по оборотному капиталу — просто изменив некоторые данные внутри, а именно: в какой раздел ОДДС попадают те или иные платежи. Классический пример – проценты по кредитам и займам.

В ряде стандартов (например, МСФО 7) проценты, уплаченные и полученные, могут относиться либо к операционной деятельности, либо к финансовой, либо вообще к инвестиционной (в рамках выбранной учетной политики). Это дает пространство для маневра: одни и те же платежи можно показывать как часть операционного денежного потока или финансового. Речь, конечно же, идет в первую очередь про косвенный метод представления ОДДС.

Рассмотрим упрощенный пример (млн рублей):
Исходные данные за год (в млн рублей):

- Чистая прибыль: 200
- Амортизация: 50
- Изменения оборотного капитала: 0 (для упрощения)
- Проценты по кредитам, начисленные в периоде: 70 (учтены в ОФР и в чистой прибыли периода)
- Проценты по кредитам, уплаченные за период: 80
- Остальные денежные потоки не меняем

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

Вариант 1 — честный / консервативный (проценты в операционной деятельности)
Операционный денежный поток:

- Чистая прибыль: 200
- (+) Амортизация (неденежный расход): +50
- (+) Проценты начисленные*: +70
- (-) Проценты уплаченные (если классифицируем их как операционные): –80

Операционный денежный поток = 200 + 50 +70 – 80 = 240 млн рублей
Финансовый денежный поток: не затрагивается, т.е. CFF = 0

Совокупный чистый денежный поток (упростим):

- Net cash flow (ЧДП) = CFO + CFI + CFF
- Если CFI = 0, то Net cash flow = 240 + 0 + 0 = 240

* Мы добавляем начисленные проценты обратно к операционному денежному потоку, потому что в чистой прибыли они уже учтены как расход по методу начисления. В ОДДС нас интересует именно денежный поток, поэтому мы сначала “отменяем” начисленный расход (добавляем к потоку проценты начисленные), а затем вычитаем реальный платеж по процентам (минус проценты уплаченные далее).

В результате в операционном денежном потоке отражается не начисленный, а фактический денежный процентный отток.

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

Вариант 2 — косметика (проценты “перенесли” в финансовый поток)
Теперь те же цифры, но компания в учетной политике относит проценты к разделу “Денежные потоки от финансовой деятельности” (CFF).

Операционный денежный поток:

- Чистая прибыль: 200
- (+) Амортизация (неденежный расход): +50
- (+) Проценты начисленные: +70

Операционный денежный поток = 200 + 50 +70 = 320 млн рублей

Финансовый поток:

- Выплата процентов: –80 (по условию в этом варианте классифицируются как CFF)

Финансовый денежный поток = –80

Совокупный чистый денежный поток:

- Net cash flow (ЧДП) = CFO + CFI + CFF
- Если CFI = 0, то Net cash flow = 320 + 0 - 80 = 240

Что наблюдаем в итоге:

1. В обоих вариантах общий (чистый) денежный поток не меняется
2. Разница только в том, где именно в ОДДС находится выплата процентов:
   - В Варианте 1 часть выплата процентов уменьшает CFO
   - В Варианте 2 выплата процентов лежит целиком в CFF

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

3 Пример в цифрах

Ключевая мысль: переклассификация платежей между разделами ОДДС не меняет общий результат по деньгам, но позволяет показать более “здоровый” операционный денежный поток за счет того, что неудобные платежи (проценты, некоторые комиссии, элемент затрат на привлечение финансирования) появляются в финансовой или инвестиционной деятельности.

Для анализа это значит:

- Нельзя смотреть только на CFO в отрыве от учетной политики
- Важно читать примечания к ОДДС: куда компания относит проценты, дивиденды, комиссии
- Сравнивая компании между собой, нужно приводить их к общей, сопоставимой классификации – например, считать “CFO до/после уплаченных процентов” по единой методике

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

4 Как это проявляется в отчетности

Манипуляции с денежными потоками часто видно не по самому ОДДС, а по динамике оборотного капитала и соотношению: прибыль / операционный денежный поток.

Признаки:

1. **CFO значительно выше чистой прибыли и явно “прыгает” из года в год**
   - В один из периодов CFO резко вырастает и сильно превышает чистую прибыль
   - При этом нет каких-то очень успешных событий (сильная прибыль, крупные авансы и т.п.), которые это объясняют

2. **Аномальные изменения дебиторской и кредиторской задолженности к концу года**
   - Дебиторская задолженность резко снижается к отчетной дате при стабильном или растущем объеме продаж
   - Кредиторская задолженность, наоборот, скачет вверх — компания откладывает платежи поставщикам
   - В следующем году картинка зачастую разворачивается в другую сторону

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

4 Как это проявляется в отчетности

3. **Сильный разрыв между “средними” показателями и ситуацией на конец периода**
   - Средние за год коэффициенты оборачиваемости (DSO/DPO) более-менее нормальные
   - Но именно на дату баланса уровни дебиторки/кредиторки сильно отличаются
   - Это может быть следствием разовых акций по сбору платежей и задержке оплат

4. **Использование факторинга и других финансовых инструментов “под конец года”**
   - В примечаниях появляется информация о факторинге, продаже портфелей дебиторки, программах финансирования поставщиков
   - Если такие сделки концентрируются ближе к отчетной дате, это сигнал “показухи”.

5. **Несогласованность операционного с инвестиционными и финансовыми потоками**
   - Компания показывает, что CFO высок, но при этом вынуждена активно наращивать долг для покрытия инвестиций и финансовых выплат
   - Если операционный денежный поток был бы действительно устойчивым, потребность в таком росте долга была бы меньше

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы понять, насколько устойчив показанный денежный поток, полезно спросить:

- **Какая часть улучшения операционного денежного потока связана с разовыми мерами по управлению оборотным капиталом?** Были ли специальные кампании по сбору долгов и пересмотру условий с поставщиками?
- **Какова политика компании по срокам оплаты поставщикам и инкассации дебиторки?** Изменились ли эти условия в отчетном периоде?
- **Использует ли компания факторинг, форфейтинг, reverse factoring?** В каких объёмах и является ли это регулярной практикой или разовым инструментом?
- **Как менеджмент оценивает “нормальный” уровень оборачиваемости статей оборотного для своего бизнеса?** Насколько текущие уровни близки к этому ориентиру?
- **Есть ли существенные поступления или выплаты, отразившиеся в CFO, но по сути относящиеся к другим периодам?** Например, предоплаты за несколько лет вперёд, возвраты налогов, разовые компенсации.

Ответы позволяют понять:

- Насколько презентуемый в ОДДС CFO действительно отражает устойчивую денежную генерацию
- Насколько — это все результат разовой “подтяжки” оборотного капитала и финансовых трюков

Глава 10. Денежные потоки под гримом: как «подкрашивают» цифры в ОДДС

Вывод по главе

Манипуляции с денежными потоками — это не всегда прямая манипуляция:

- Зачастую это набор стандартных управленческих решений, концентрированных на конец отчетного периода
- Плюс некоторая “гибкость” в классификации отдельных потоков (согласно стандартам)

Но для аналитика принцип важен: “Качественный денежный поток — это не разовая акция в декабре, а результат устойчивой бизнес-модели компании”.

Поэтому при анализе финансовой отчетности важно:

- Смотреть не только на CFO одного года, а на динамику за несколько периодов
- Анализировать движение дебиторской, кредиторской задолженности и запасов
- Задавать вопросы о качестве денежного потока: насколько он повторяем и насколько зависит от разовых приемов управления оборотным капиталом

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

1 Суть схемы

Идея простая:

1. В текущем периоде компания не относит часть затрат в расходы
2. Направляет их в актив под видом расходов будущих периодов (РБП), “отложенных затрат”, “капитализированных расходов” и т.п.
3. Прибыль сейчас получается выше (или убыток меньше), чем была бы при честном учете
4. В будущих периодах эта “заначка” расходов постепенно или разово списывается в ОФР — уже против будущих доходов (например, с целью снизить налог на прибыль или нормализовать учет, когда бизнес уже вышел в устойчивый “плюс”)

В российских реалиях дополнительно поверх этого имеются налоговые последствия: формируется “запас” расходов и убытков прошлых лет, которые можно использовать против будущих прибылей. Причем это совершенно законно: перенос и использование убытков прошлых лет прямо предусмотрены ст. 283 НК РФ: компания вправе уменьшать налоговую базу по налогу на прибыль за счет убытков прошлых периодов (с ограничением не более 50% базы в 2017–2026 гг.).

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

1 Суть схемы

Важные моменты:

1. Ограничение в 50% относится не к сумме накопленных убытков, а именно к части текущей прибыли, которую можно ими “прикрыть”.
   - Например, может быть накоплено 500 млн рублей убытков
   - Если прибыль в этом году 100 млн рублей, учесть можно только 50 млн рублей (50% от 100 млн рублей) из этого “резерва”
2. Оставшаяся часть убытка не пропадает, а переносится дальше (с учетом действующих на тот момент правил по срокам и лимитам).
3. В реальной жизни надо смотреть актуальную редакцию ст. 283 НК РФ именно на нужный год: менялись ли правила по сроку переноса и по лимиту

В итоге получается двойная конструкция, удобная для менеджмента:

- **В моменте** — отчетность для внешних пользователей выглядит лучше (прибыль выше, рентабельность приличнее)
- **В будущем** — появляется возможность “поддерживать” прибыль и одновременно экономить на налоге на прибыль, списывая старые расходы на новые доходы

В некотором роде это напоминает кейс с капитализацией затрат, но здесь речь идет не о долгосрочных активах (НМА, основные средства), а о вполне операционных расходах.

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Зачем так делают

Мотивация весьма простая и понятная:

- **Показать красивый отчетный период.** Когда нужен хороший результат (инвестиционная сделка, новый кредит, ковенанты, бонусы), часть затрат можно “перенести в будущее” — через РБП/отложенные расходы

- **Создать запас для сглаживания прибыли.** В хороший год можно сознательно “переобложить” прибыль налогом и сформировать запас РБП / убытков, а в плохой год с финансовой точки зрения — “пускать их в дело” и снижать налоговую нагрузку, сглаживая показатели

- **Управлять совпадением бухучета и налогового учета.** По ряду статей компания сама выбирает момент признания расходов в налоговой базе. Это позволяет подгонять комбинацию “бухгалтерская прибыль / налог на прибыль” под нужный профиль

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

3 Пример в цифрах

Рассмотрим простой гипотетический пример, учитывающий два отчетных периода, чтобы было видно “двойную пользу” от этих действий.

Исходные данные (в млн рублей):

Год 1:

- Выручка: 1 000
- “Обычные” расходы: 800
- Дополнительные расходы (маркетинг, консалтинг, запуск проекта): 400

Год 2:

- Выручка: 1 000
- Обычные расходы: 700

Ставка налога на прибыль в обоих периодах: 25%.

Вариант А — честный учет (все признаем сразу)

Год 1:

- Выручка: 1 000
- Расходы: 800 + 400 = 1 200
- Прибыль до налога: (200)
- Налог: 0 (так как прибыли нет)
- Чистая прибыль: (200)
- На балансе РБП: 0

Год 2:

- Выручка: 1 000
- Расходы: 700
- Прибыль до налога: 300

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли



Пример в цифрах

Часть прибыли закрываем убытком прошлых лет, налог считаем с уменьшенной базы. Ограничение: за счет убытков прошлых лет можно уменьшить не более 50% прибыли текущего года. Соответственно, не больше 150 млн рублей (50% х 300 млн рублей). Хотя у нас накопленного убытка 200 млн рублей, использовать в текущем периоде можно только 150 млн рублей.

Таким образом, налоговая база: 300 - 50% х 300 = 300 - 150 = 150.

- Налог на прибыль (25%): 37,5 (т.к. 150 млн рублей х 25%)
- Чистая прибыль: 262,5

Итого за два года:

- Суммарная чистая прибыль: 62,5 млн рублей
- Налог на прибыль: 37,5 млн рублей
- Остался резерв в виде убытков прошлых лет в размере 50 млн для следующих

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

3 Пример в цифрах

Вариант В — манипуляция с расходами будущих периодов

Напоминаем, что здесь в первом периоде компания решает не признавать 400 млн рублей расходами, а отнести их в “расходы будущих периодов”:

Год 1:

- Выручка: 1 000
- Расходы: только 800 (400 — в РБП)
- Прибыль до налога: 200
- Налог на прибыль (25%): 50
- Чистая прибыль: 150
- На балансе РБП: 400

Год 2:

Компания списывает РБП в расходы (например, 200 млн рублей из общей суммы):

- Выручка: 1 000
- Обычные расходы: 800
- Списание РБП: 200
- Прибыль до налога: 0
- Налог: 0
- Чистая прибыль: 0
- На балансе РБП: 200 (400 - 200)

Итого за два года:

- Суммарная чистая прибыль: 150 млн рублей
- Налог на прибыль: 50 (уплачен в Году 1, в Году 2 — 0)
- На балансе остается “резерв” на будущее в виде РБП на сумму 200 млн рублей

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

3 Пример в цифрах

Но картина по годам выглядит иначе:

Год 1:

- В честном учете прибыль (200 млн рублей), налог 0 — год выглядит “слабым”. Из плюсов - остается резерв в виде убытков прошлых лет, который можно использовать для уменьшения налоговой нагрузки в будущем
- В варианте с РБП прибыль 150 млн рублей, налог 50 млн рублей — год выглядит “успешным”, показатели ROI/ROE выше. Кроме того, на балансе остается резерв РБП для сглаживания финансовых результатов будущих периодов

Год 2:

- В честном учете прибыль 262,5 млн рублей и налог 37,5 млн рублей
- В варианте с РБП прибыль 0 и налог 0. При этом остался резерв в размере 200 млн рублей на манипуляции с будущими прибылями
- Кроме того, первый вариант показал совокупную чистую прибыль за два года в размере “всего” 62,5 млн рублей, а второй - 150 млн рублей, что не только продемонстрировало лучшие финансовые результаты, но и сильнее увеличило капитал компании на конец второго года (через нераспределенную прибыль)

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

3 Пример в цифрах

Фокус для иллюстрации:

- В Году 1 отчетность выглядит лучше при варианте с РБП
- В Году 2 можно сказать: “результат нулевой, потому что мы списали старые расходы” — и одновременно не платить налог на прибыль

Это особенно актуально для венчурных проектов, в которых первые периоды часто отрицательные с точки зрения чистой прибыли из-за больших вложений в рост (которые часто не капитализируются на балансе в виде НМА или основных средств).

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

4 Как это проявляется в отчетности

Схема живет на стыке баланса, ОФР и налоговых последствий. **На что обращать внимание:**

1. **Существенная строка “расходы будущих периодов” / отложенные расходы**
   - В балансе появляется заметная статья, не относящаяся к классическим активам (запасы, основным средствам, НМА)
   - В пояснениях видно, что там лежат маркетинг, услуги консультантов, запуск продукта и другие спорные статьи

2. **Резкие движения РБП (или дебиторской задолженности в РСБУ-реалиях) между периодами**
   - В один год РБП / дебиторская задолженность быстро накапливаются
   - В другой — списываются целиком или крупной порцией, “съедая” прибыль

3. **Расхождения между бухгалтерской и налоговой прибылью**
   - Прибыль по бухгалтерскому учету может быть значительно выше или ниже налоговой базы
   - При этом в примечаниях фигурируют перенос убытков прошлых лет и расходы будущих периодов как крупные корректировки

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

Как это проявляется в отчетности

4. **Сглаженная линия чистой прибыли при нестабильной операционной деятельности**
   - По бизнесу видно цикличность или скачки
   - Чистая прибыль годами идет “ровной ступенькой”
   - В примечаниях часто обнаруживаются действия с признанием РБП и убытков прошлых лет

5. **Отсутствие внятных критериев, что попадает в РБП / дебиторскую задолженность (в РСБУ):**
   - Учетная политика описывает РБП / дебиторскую задолженность очень широко
   - Нет четких сроков списания и привязки к конкретным договорам или периодам

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Чтобы понять, не превратились ли РБП и убытки прошлых лет в инструмент агрессивного управления прибылью, полезно спросить:

- **Какие расходы компания относит к РБП / дебиторской задолженности и на каком основании?** Есть ли список допустимых категорий и критерии, при которых расход признается сразу?
- **Каков средний срок списания РБП?** Есть ли четкий план по годам, или списание происходит “по ситуации”?
- **Как часто пересматривается состав РБП?** Есть ли “застоявшиеся” позиции двух- или трехлетней давности, которые все еще классифицируются как актив?
- **Какова величина убытков прошлых лет, доступных к переносу в налоговом учете?** В какие периоды они возникли и как компания планирует их использовать?
- **Были ли случаи, когда крупные РБП или убытки прошлых лет списывались разово для улучшения результата конкретного года?** Особенно интересны периоды перед сделками, получением крупных кредитов, датами сверки с ковенантами

Ответы покажут:

- Есть ли процедура и дисциплина в обращении с РБП и убытками
- Или это больше ручной инструмент для управляемой прибыли и налоговой базы

Глава 11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет: как прятать резервы для будущей прибыли

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Вывод по главе

Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет — это:

- С одной стороны, легальный и нормальный инструмент учета и налогового планирования
- С другой — удобный способ переносить расходы во времени и подстраивать профиль прибыли и налогов под текущие задачи и ожидания стейкхолдеров

Ключевая мысль: если компания может “по своему усмотрению” и в любой момент времени решать, когда именно признавать те или иные расходы прошлых лет, она получает в руки довольно мощный рычаг для управления показателями.

Для аналитика это значит:

- Нельзя смотреть только на текущий ОФР, не понимая, какой “запас расходов” накоплен в балансе (и был ли накоплен вообще)
- Важно отслеживать динамику РБП / дебиторской задолженности и убытков прошлых лет
- Задавать вопросы, когда:
  - На балансе долго живут старые РБП / дебиторская задолженность
  - Списания по ним “удачно” совпадают с годами, когда компания хочет показать более низкий налог или сгладить просадку по прибыли

Так РБП / дебиторская задолженность и убытки прошлых лет становятся не просто строкой в отчетности, а еще одним элементом конструктора по управлению финансовым результатом.

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

1 Суть схемы

Во многих бизнесах в операционном контуре имеется не одна компания, а группа юрлиц. Например:

- Производственная компания
- Торговая (дистрибьютор, трейдер)
- Сервисная / “управляющая” компания
- Компания-владелец бренда или ИС
- Компании в других странах или налоговых режимах

Между ними постоянно идут сделки:

- Поставки товаров и услуг
- Получение и погашение займов и процентов
- “Управленческие услуги”
- Роялти за использование бренда и технологий и т.п.

Схема в том, что внутригрупповые цены и платежи задаются так, чтобы:

- Прибыль оседала в “нужной” компании или сегменте
- Убытки — в менее заметной “дочке”
- Налоговая нагрузка и ковенанты подгонялись под желаемый профиль

На уровне всей группы консолидированная прибыль может быть той же, но если смотреть:

- Только на отдельную компанию (банковский кредит, облигации)
- На отдельный сегмент в отчетности

То картинка по результатам может сильно отличаться от экономической реальности!

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

Зачем так делают

Основные мотивы:

- **Налоговая оптимизация.** Перенести прибыль в юрлицо или юрисдикцию с более мягким налоговым режимом, а затраты и убытки — туда, где ставка выше (чтобы уменьшить налогооблагаемую базу)
- **Визуальные манипуляции для инвесторов и кредиторов.** Публичная “витринная” компания группы показывает красивую маржу и устойчивую прибыль, а часть затрат и рисков живёт на непубличных дочках
- **Работа с ковенантами.** Банк может смотреть только на показатели конкретной “заемной” компании. Если управленческая компания сверху выставляет ей крупные management fee (счета за понесенные управленческие расходы) или роялти, то прибыль дочки можно регулировать довольно гибко
- **Скрытие рисков и убыточных направлений.** Убыточные активы и сложные контракты можно держать в отдельной компании, а “чистый” бизнес показывать как стабильный и прибыльный

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

3 Пример в цифрах

Соберем простой пример на двух компаниях группы:

- Производитель (Компания А) — делает товар по себестоимости 600 рублей / шт
- Трейдер (Компания В) — покупает товар у Компании А и продает клиенту по 1 000 рублей / шт

Других расходов и доходов не учитываем, чтобы не отвлекаться. Совокупная маржа по цепочке = 1 000 – 600 = 400 руб / шт. Вопрос только в том, где она окажется.

Вариант 1 — прибыль у Производителя
Компания А продает товар Компании В по 900 руб / шт (как пример).

Компания А (Производитель)

- Выручка: 900
- Себестоимость: 600
- Прибыль: 300

Компания В (Трейдер)

- Выручка: 1 000
- Себестоимость (закупка у А): 900
- Прибыль: 100

Группа в целом

- Прибыль: 300 + 100 = 400

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

3 Пример в цифрах

Вариант 2 — прибыль у Трейдера
Компания А продает товар Компании В по 700 руб / шт (как пример).

Компания А (Производитель)
- Выручка: 700
- Себестоимость: 600
- Прибыль: 100

Компания В (Трейдер)
- Выручка: 1 000
- Себестоимость: 700
- Прибыль: 300

Группа в целом
- Прибыль: 100 + 300 = 400

Экономика цепочки не изменилась, но:
- Если вы кредитуете Компанию А, в Варианте 1 она выглядит очень прибыльной, в Варианте 2 — гораздо слабее
- Если вы миноритарий (т.е. акционер с небольшой долей в бизнесе) только в Компании В, в Варианте 2 она выглядит “машиной по печати денег”, а в Варианте 1 — скромной прослойкой.

К этому можно добавить еще один слой — управленческие расходы.
Предположим, наверху есть Управляющая компания (Холдинг), которая в конце года выставляет счет за “управленческие услуги” на 150 руб либо Компании А, либо Компании В. Если выставляем счет компании, которую “не жалко”, ее прибыль можно легко снизить до нуля, а в Холдинге показать аккуратный доход без операционного риска.

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

3 Пример в цифрах

Продолжим этот же пример с Производителем (Компания А) и Трейдером (Компания В), добавив налоги. Предположим:

- Компания А работает на общем режиме, ставка налога на прибыль — 25%
- Компания В сидит на льготном режиме (например, УСН/льготная зона), эффективная ставка — 15% от прибыли (доходы - расходы)
- Совокупная прибыль до налога по цепочке по-прежнему 400 рублей

Рассмотрим два варианта, как распределена маржа внутри группы.

Вариант 1 — маржа в компании с высокой ставкой

Как и ранее, Компания А зарабатывает 300 рублей прибыли до налога, а Компания В — 100 рублей. Видим:

- Прибыль Компании А: 300 рублей, соответственно налог при ставке 25% составит 75 рублей
- Прибыль Компании В: 100 рублей, соответственно налог при ставке 15% составит 15 рублей

Итого налог по группе: 90 рублей

Вариант 2 — маржа в компании с низкой ставкой

В этом случае Компания А зарабатывает 100 рублей прибыли до налога, а Компания В — 300 рублей. Таким образом:

- Прибыль Компании А: 100 рублей, соответственно налог при ставке 25% составит 25 рублей
- Прибыль Компании В: 300 рублей, соответственно налог при ставке 15% составит 45 рублей

Итого налог по группе: 70 рублей

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

3 Пример в цифрах

При одинаковой совокупной прибыли до налога в размере 400 рублей и той же экономике бизнеса:

- В первом случае группа платит 90 рублей налога
- Во втором — 70 рублей налога

Разница в 20 млн возникает только из-за того, где внутри группы “осела” прибыль — в юрлицо с высокой или с низкой ставкой.

При этом снаружи инвестор может видеть только “витринную” компанию:

- Если публична Компания В, во втором варианте она выглядит очень прибыльной и еще почти не платит налогов
- Если банки кредитуют только Компанию А, то во втором варианте она заметно слабее по прибыли и ковенантам, чем могла бы быть при другом распределении доналоговой прибыли

При этом следует оговориться, что в реальности поверх этого есть еще контроль трансфертного ценообразования и КИК (для иностранных компаний), но для учебного примера нам важна именно идея, что внутригрупповые цены и платежи позволяют не только “рисовать” прибыль по компаниям/сегментам, но и серьезно влиять на общую налоговую нагрузку (с оговорками).

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

4 Как это проявляется в отчетности

Схемы с внутригрупповыми потоками обычно видны:

- В примечаниях про связанные стороны
- В сегментной отчетности (МСФО)
- При сравнении консолидированных и отдельных отчетов

На что обратить внимание:

1. **Существенные обороты со связанными сторонами**
   - В примечаниях к отчетности видна большая доля выручки или расходов на связанные компании
   - При этом внешним пользователям трудно оценить, рыночные это цены или нет

2. **Необычно высокие управленческие расходы, роялти и сервисные платежи**
   - В ОФР отдельных компаний/сегментов заметна строка “управленческие услуги”, “роялти”, “оплата за IT-поддержку” и т.п.
   - Эти платежи идут компаниям внутри группы и сильно съедают маржу операционных юрлиц

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

Как это проявляется в отчетности

3. **Сегменты с необычайно высокой маржой**
   - В сегментной отчетности один сегмент показывает очень высокую рентабельность
   - Другие — стабильно убыточны или с минимальной маржой, хотя по описанию бизнеса выглядят сопоставимыми по риску и экономике

4. **Существенные внутригрупповые займы и проценты**
   - Большая часть процентных расходов у операционных компаний — по займам от других компаний группы
   - Ставки могут быть выше рыночных, из-за чего прибыль перераспределяется в пользу кредитора внутри группы

5. **Разрыв между консолидированной и отдельной финансовой отчетностью**
   - На уровне консолидированной отчётности показатели выглядят устойчиво
   - При этом отдельные юрлица, на которые приходится долг или публичные обязательства, показывают слабую прибыль или убыток — из-за внутригрупповых перераспределений

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

5 Вопросы, которые стоит задать менеджменту

Если внутригрупповые потоки значимы, полезно уточнить:

- **Как формируются цены на внутригрупповые поставки?** Есть ли формализованная политика трансфертного ценообразования, привязка к рыночным бенчмаркам?
- **Как распределяются общие расходы (офис, IT, маркетинг, топ-менеджмент) между компаниями и сегментами?** Есть ли прозрачная база распределения, или это ручное решение?
- **Как обосновывается размер management fee (управленческое вознаграждение) и роялти?** Есть ли реальные услуги/активы под этими платежами, или это просто “шланг” для перекачки прибыли?
- **Какая часть процентов по займам — внутри группы?** Как сравниваются ставки по внутригрупповым займам с рыночными?
- **Если вы кредитор/инвестор конкретной “операционной” компании:** не получается ли так, что ее прибыль и денежный поток системно “выкачиваются” наверх через внутригрупповые платежи?

Ответы помогут понять:

- Где в группе на самом деле рождается экономический результат
- Не используется ли трансфертное ценообразование как способ замаскировать слабые места и перераспределить прибыль

Глава 12 (Бонусная). Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

Вывод по главе

Трансфертные цены и сделки со связанными сторонами — мощный инструмент:

- В разумных пределах он нужен, чтобы честно распределять доходы и затраты между частями бизнеса
- При желании его легко превратить в способ:
  - Вывести прибыль туда, где она смотрится выгоднее
  - Оставить убытки там, куда мало кто смотрит

Для аналитика это значит, что:

- На уровне группы важно внимательно читать примечания по связанным сторонам и смотреть на сегменты
- На уровне отдельной компании — не верить слепо ее марже и EBITDA, пока не понятно, какие внутрихолдинговые потоки стоят за этими цифрами.

Поэтому любой анализ группы компаний стоит начинать не только с ОФР и баланса, но и с вопроса: “А как устроено движение денег и прибыли между компаниями внутри этой группы — и не здесь ли спрятана самая интересная часть истории?”.

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

1 Зачем нужна эта глава

В предыдущих главах мы разобрали:

1. Досрочное признание выручки
2. Фиктивную выручку
3. Игры со скидками и возвратами
4. Капитализацию текущих расходов
5. Недооценку резервов и оценочных обязательств
6. Обесценение активов
7. Переоценку и справедливую стоимость
8. Обязательства за балансом
9. Классификационные игры и нестандартные метрики
10. Подкрашивание денежного потока
11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет
12. Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы компаний

Каждая схема рассмотрена отдельно. Но в реальной жизни руководители редко используют один прием в чистом виде. Чаще это комбинация:

- Чуть подтянули выручку
- Немного занизили резервы
- Слегка “подчистили” EBITDA
- Немного “не признали” расходов, оставив их в РБП
- и параллельно поработали с оборотным капиталом к отчетной дате

Эта глава — про то, как:

- Смотреть на финансовую отчетность целиком
- Использовать главы 1–12 как набор фильтров
- Построить для себя системный чек-лист

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

Общий алгоритм анализа финансовой отчетности

Перед тем как идти в детали, полезно выстроить простой порядок шагов.

Шаг 1. Понять бизнес-модель

До того, как смотреть цифры, нужно ответить на вопросы:

- Как компания зарабатывает деньги? (разовые сделки, подписка, проекты, товарный бизнес, услуги и т.п.)
- Как устроен цикл сделки: от первого контакта до денег на счете
- Какие факторы двигают выручку и маржу: объем, цена, курс, тарифы, загрузка мощностей?
- Насколько сильно бизнес подвержен циклам и шокам рынка?

Чем лучше вы понимаете механику бизнеса, тем проще увидеть, где цифры ведут себя странно.

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

Общий алгоритм анализа финансовой отчетности

Шаг 2. Отчет о финансовых результатах (ОФР)

Здесь ключевые вопросы:

- Как растут выручка и валовая маржа? Есть ли скачки, которые не объясняются рынком или стратегией?
- Не слишком ли “красиво” выглядит динамика — ровная, без просадок, при нестабильной отрасли?
- Как ведут себя операционные расходы в процентах к выручке? Не падают ли они подозрительно резко в год, когда важно показать хороший результат?
- Есть ли в ОФР заметная доля “разовых”, “корректировочных”, “non-recurring” расходов?

На этом шаге чаще всего всплывают:

- Главы 1–3 (выручка, скидки, фиктивные продажи)
- Главы 4–5, 9 и 11 (расходы, резервы, нестандартные метрики, РБП)

Шаг 3. Баланс

Баланс отвечает на вопрос: “На что опирается бизнес и за счет чего он финансируется?”.

- Не растут ли слишком быстро нематериальные активы, незавершенное строительство, капитализированные расходы? (гл. 4, 7)
- Какова структура дебиторской задолженности, расходов будущих периодов и запасов? Не копится ли там риск, который не отражен в резервах? (гл. 5, 11)
- Насколько реалистично выглядят основные средства и гудвилл, если сравнить их с результатами бизнеса? (гл. 6, 7)
- Уровень долга: что именно считается “долгом” и что лежит только в примечаниях? (гл. 8)

Баланс — это место, где многие манипуляции “оседают” после того, как ОФР уже показал красивый финансовый год.

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

Общий алгоритм анализа финансовой отчетности

Шаг 4. Отчет о движении денежных средств (ОДДС)

Главный вопрос: насколько прибыль компании подкреплена реальными деньгами?

- Как соотносится чистая прибыль и CFO? Если прибыль растет, а CFO — нет, это сигнал!
- Что происходит с оборотным капиталом: дебиторская задолженность, кредиторская задолженность, запасы, авансы — куда движутся и как?
- Нет ли ощущения, что в отдельные годы CFO слишком хорош для реального состояния бизнеса? (гл. 10)

ОДДС — хороший фильтр против “бумажной” прибыли!

Шаг 5. Примечания, сегменты, связанные стороны

Самое интересное часто скрыто в пояснениях к финансовой отчетности:

- **Сегментная отчетность:** может существовать один сверхприбыльный сегмент, куда “стягивается” результат
- **Сделки со связанными сторонами:** продажи, займы, гарантии внутри группы — база для глав 2, 5, 8, 12
- **Политика резервов, обесценения и капитализации:** здесь описаны допущения, подходы, изменения методики
- **Условные обязательства и гарантии:** то, что не попало в баланс, но может стать реальными платежами

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

Общий алгоритм анализа финансовой отчетности

Шаг 6. Сигналы, вопросы, сценарии

При анализе все сводится к следующей цепочке:

1. **Вы заметили сигнал** (анормальная динамика, расхождение показателей, необычная структура)
2. **Формулируете гипотезу**, какая схема из глав 1–12 может стоять за этим
3. **Проверяете через дополнительные данные** (примечания, сегменты, внешняя информация по отрасли)
4. **Формулируете вопросы к менеджменту** — многие мы уже разбирали в главах
5. **Встраиваете результат в свою модель:**
    - Возможно, нужно скорректировать показатели
    - Или заложить более консервативные допущения

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

Ниже — компактный чек-лист, который можно использовать как шпаргалку в своей работе.

1. Досрочное признание выручки

Сигналы:

- Всплески выручки в конце года / квартала
- Рост дебиторской задолженности быстрее выручки
- Существенный разрыв между прибылью и операционным денежным потоком

Куда смотреть:

- Примечания к учетной политике по выручке (примечания к отчетности)
- Распределение выручки по периодам
- Доля крупных контрактов

2. Фиктивная выручка

Сигналы:

- Рост выручки значительно выше рынка при слабом CFO
- Резкий рост дебиторской задолженности в периоде
- Крупная доля операций со связанными сторонами
- Регулярные списания дебиторки (“безнадежные долги”)

Куда смотреть:

- Примечания по связанным сторонам (примечания к отчетности)
- Структуру дебиторской задолженности
- Динамику списаний дебиторской задолженности

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

3. Скидки, бонусы и возвраты

Сигналы:

- Высокая валовая маржа при жесткой ценовой конкуренции
- Крупные и растущие маркетинговые / коммерческие расходы
- Размытые описания программ скидок в примечаниях к отчетности

Куда смотреть:

- Учетная политика по выручке (примечания к отчетности)
- Расшифровки скидок, бонусов, маркетинга (примечания к отчетности)
- Сравнение валовой маржи с конкурентами

4. Капитализация расходов

Сигналы:

- Быстрый рост НМА и капитальных вложений
- Падающая доля операционных расходов к выручке (и рост доли, например, себестоимости)
- EBITDA растет, а операционный денежный поток — нет

Куда смотреть:

- Примечания к НМА, “capitalized costs”, IT и R&D (примечания к отчетности)
- Доля капитализируемых затрат за несколько лет
- Тесты на обесценение по активам (особенно - нематериальным)

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

5. Резервы и оценочные обязательства

Сигналы:

- Низкие резервы к дебиторской задолженности при значительной просрочке
- Большие судебные / налоговые риски, но минимальные резервы под эти вероятные расходы
- Регулярные “разовые” списания

Куда смотреть:

- Возрастную структуру дебиторской задолженности (примечания к отчетности)
- Разделы про судебные и налоговые споры (примечания к отчетности)
- Динамику резервов и списаний (примечания к отчетности)

6. Обесценение активов

Сигналы:

- Убыточные или слабо прибыльные бизнес-юниты существуют на балансе долгое время без обесценения
- Крупные списания активов происходят “одним махом”
- Приводятся чрезмерно оптимистичные прогнозы в тестах на обесценение

Куда смотреть:

- Примечания по гудвиллу и impairment (примечания к отчетности)
- Допущения в моделях: рост, маржа, ставка дисконтирования (примечания к отчетности - если такая информация имеется)
- Чувствительность к изменениям допущений (смотреть динамику цифр между отчетами)

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

7. Переоценка и справедливая стоимость

Сигналы:

- Рост капитала через прочий совокупный доход при слабой чистой прибыли
- Значительное увеличение стоимости недвижимости / активов
- Балансовая стоимость капитала выше логичной рыночной оценки

Куда смотреть:

- Раздел Прочий совокупный доход (OCI) и переоценка
- Методику оценки и ключевые допущения
- Сравнение с рынком и аналогами

8. Обязательства за балансом

Сигналы:

- Низкий долг при большой аренде, факторинге, гарантиях
- Объемные разделы “условные обязательства” в примечаниях к отчетности
- Наличие проектных компаний (SPV), совместных предприятий с проектным долгом

Куда смотреть:

- Примечания по аренде (будущие платежи), факторингу, гарантиям (примечания к отчетности)
- Структуру группы и консолидируемых компаний (примечания к отчетности)
- Расчеты по долгу - что именно менеджмент считает как финансовый долг компании, а не просто обязательства в пассивах на балансе

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

9. Классификационные игры и нестандартные метрики

Сигналы:

- Большая разница между “классической” и скорректированной EBITDA
- Длинные списки корректировок прибыли
- Повторяющиеся “разовые” расходы

Куда смотреть:

- Примечания к нестандартным показателям (примечания к отчетности или презентациям / пресс-релизам)
- Историю корректировок за 3–5 лет
- Согласованность скорректированных метрик с операционным денежным потоком

10. Подкрашивание денежного потока

Сигналы:

- Операционный денежный поток резко выше чистой прибыли в отдельные годы
- Аномальные изменения дебиторской и кредиторской задолженности, запасов на отчетную дату
- Концентрация факторинговых и похожих сделок под конец периода
- Классификация отдельных денежных потоков как инвестиционные или финансовые, чтобы увеличить визуально CFO (особенно, если раньше использовался иной подход)

Куда смотреть:

- ОДДС и раздел по изменению оборотного капитала
- Примечания по факторингу и финансированию поставщиков (примечания к отчетности)
- Динамику операционного денежного потока за несколько лет

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

3 Сводный чек-лист по 12 схемам

11. Расходы будущих периодов и убытки прошлых лет

Сигналы:

- Крупная и растущая строка “расходы будущих периодов” / дебиторская задолженность (в РСБУ) / прочие активы
- Старые РБП (1–3 года назад), которые все еще висят в балансе
- Резкие списания РБП, сильно влияющие на прибыль года
- Значимые убытки прошлых лет при стабильной текущей прибыли

Куда смотреть:

- Баланс и примечания к строкам РБП / прочие активы (примечания к отчетности)
- Учетная политика: порядок распределения и списания таких расходов (примечания к отчетности)
- Примечания по налогу на прибыль и переносу убытков (ст. 283 НК РФ)
- Динамика чистой прибыли и крупных списаний за 3–5 лет

12. Связанные стороны и “перекачка” прибыли внутри группы

Сигналы:

- Высокая доля оборотов со связанными сторонами
- Сегменты/юрлица с аномально высокой или низкой маржой
- Крупные управленческие расходы, роялти и “управленческие услуги” внутри группы
- Существенные внутригрупповые займы и проценты

Куда смотреть:

- Примечания по связанным сторонам (обороты, остатки, условия)
- Сегментная отчетность: выручка, прибыль, маржа по сегментам (примечания к отчетности)
- Отдельная vs консолидированная отчетность ключевых компаний
- Примечания по займам, процентам и налоговым льготам внутри группы

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

4 Как использовать числовые примеры на практике

Примеры из предыдущих глав — не просто иллюстрации, а некий тренажер:

- Можно подставить реальные цифры интересующей компании и посмотреть, как меняются показатели при “переключении” схем
- Можно “очистить” отчетность от предполагаемых манипуляций:
  - Вернуть часть выручки в следующий период
  - Учесть нормальные резервы
  - Перевести аренду на баланс в виде обязательства и ROU
  - Убрать “разовые” корректировки из прибыли (EBITDA)

Идея: сделать для себя вариант отчетности “как если бы учет был более консервативным” и уже от него отталкиваться при оценке бизнеса.

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

5 Когда стоит настораживаться по-настоящему

Отдельный красный флаг еще не означает, что с отчетностью “все плохо”. Но комбинации признаков уже опасны. Например:

- **Рост выручки выше рынка + рост дебиторки + слабый операционный денежный поток.** Гипотеза: агрессивная/фиктивная выручка, проблемы с качеством клиентской базы
- **Рост EBITDA + падение операционного денежного потока + быстрый рост НМА и капитализируемых затрат.** Гипотеза: часть расходов “спрятана” в активы, EBITDA и прибыль переоценены
- **Высокий капитал (в т.ч. через переоценки) + убыточные направления + редкие списания активов.** Гипотеза: активы в балансе стоят дороже, чем должны, если отталкиваться от их возможности реально генерировать денежные потоки
- **Низкий долг на балансе + крупные арендные и гарантийные обязательства в примечаниях.** Гипотеза: экономический долг выше формального
- **Высокая скорректированная EBITDA + длинный список “разовых” расходов + регулярные реструктуризации.** Гипотеза: нестандартные метрики используются для визуального улучшения результатов и финансового положения компании

Задача не в том, чтобы немедленно вынести “приговор” отчетности компании или подать жалобу в соответствующие надзорные органы, а в том, чтобы:

- Скорректировать свою оценку риска
- Возможно — повысить требуемую доходность в своих расчетах (например, при оценке бизнеса)
- Вообще отказаться от участия в сделке в качестве инвестора (покупка акций, заемное финансирование), если доверия к цифрам мало

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

Ограничения подхода

Важно помнить несколько вещей:

- **Ошибки и странности в финансовой отчетности - не всегда злой умысел.** Бывают сложные рынки, резкие изменения условий, разовые события, которые правда ломают тренды
- **Бухгалтерские стандарты допускают разные подходы.** У двух компаний в одной отрасли могут быть разные политики по капитализации, резервам, переоценке — просто потому, что такой выбор был сделан давно (и подходы не пересматривались)
- **Анализ по внешней отчетности всегда неполный.** Внутри компании есть больше информации, чем снаружи. Задача — максимально использовать доступное, а не строить теории заговора на пустом месте!

Поэтому выводы по одной только финансовой отчетности всегда должны дополняться:

- Пониманием бизнеса и отрасли в целом
- Отраслевым / рыночным контекстом
- Качеством управления и репутацией компании

Глава 13. Как собирать пазл воедино: общий чек-лист по выявлению манипуляций

7 Финальный акцент: здоровый скепсис как рабочий инструмент

Главная мысль этого гайда состоит в том, что отчетность — не таблица бездушных чисел, а результат решений конкретных людей. Эти решения могут быть:

- Аккуратным профессиональным суждением
- Мягким управлением прибылью
- Попыткой спрятать неприятную реальность

Ваша задача как аналитика, инвестора, кредитора или внутреннего финансового руководителя — не жить в режиме “поиска преступления”, а:

- Смотреть на цифры с легким, но постоянным скепсисом
- Понимать, какие приемы и где чаще всего применяются (могут применяться)
- Уметь “пересобирать” отчетность в более консервативном виде
- Не бояться задавать неудобные вопросы — корректно, по-деловому, опираясь на факты

Тогда все схемы из глав 1–12 превращаются не в коллекцию страшилок, а в рабочий набор фильтров, с помощью которых вы лучше видите реальный бизнес за отчетностью.

Эпилог. Вместо заключения

Спасибо, что дочитали этот гайд до конца! Вы уже проделали на самом деле достаточно большую работу. Вы только что прошли по всем основным “точкам боли” финансовой отчетности: выручка, расходы, активы, обязательства, денежные потоки, нестандартные метрики, внебалансовые обязательства и т.п.. Если вы дошли до этого места, у вас уже есть то, чего нет у большинства пользователей отчетности: язык и оптика, чтобы смотреть на цифры чуть внимательнее, чем это принято в презентациях.

Этот текст не про то, чтобы в каждой компании видеть злоумышленников. Он про другое: про привычку задавать себе (и менеджменту) вопрос «а что стоит за этими цифрами?» и не останавливаться на верхнем уровне ОФР и пары популярных метрик.

Если вы аналитик или инвестор

Надеюсь, этот гайд станет для вас рабочим инструментом:

- Как чек-лист при разборе новой компании
- Как “напоминалка” о том, куда смотреть, когда что-то в отчетности не сходится с вашим пониманием и ощущением бизнеса
- Как база для своих собственных числовых примеров и внутренних методичек

Эпилог. Вместо заключения

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Если вы финансовый директор, бухгалтер или внутренний контролер

Возможно, некоторые главы показались вам слишком знакомыми вследствие вашего многолетнего опыта. Это нормально: там, где есть давление по результатам, всегда есть соблазн “чуть-чуть подвинуть границы”. Пусть этот текст будет поводом:

- Где-то закрепить уже существующую здоровую практику
- Где-то — пересобрать процессы и политику
- Где-то — честно сказать “нет” тем ожиданиям, которые выходят за рамки профессионального суждения и разумного подхода к цифрам

Если вы студент или начинающий специалист в финансах или смежных сферах

Сохраните этот гайд и запомните, где вы его сохранили. Вернитесь к нему после первых ста страниц реальных отчетностей — вы увидите, насколько по-другому начинают читаться цифры и термины. Самая ценная привычка, которую можно вынести отсюда: сначала нужно научиться понимать бизнес, а потом смотреть на финансовую отчетность, а не наоборот.

Вместо слов благодарности

Если этот материал:

- Помог вам по-новому взглянуть на знакомую компанию,
- Подсветил вопросы для встречи с менеджментом / акционерами,
- Стал основой для внутреннего тренинга или курса,

... это значит, что он уже сделал свою работу - и сделал ее качественно!

А дальше все в ваших руках: дописывайте, адаптируйте под свою отрасль, дополняйте реальными кейсами и своими Excel-моделями. Любой такой гайд живет и обновляется ровно настолько, насколько его читатели продолжают им пользоваться. Спасибо, что были внимательным собеседником к этим многочисленным страницам! Пусть ваши решения опираются не только на красивую отчетность, но и на трезвый, профессиональный взгляд на то, что за ней скрывается.

С уважением,
Команда SF Education

Список источников

Международные стандарты финансовой отчётности (IFRS/IAS):

1. IFRS 15 “Revenue from Contracts with Customers” – признание выручки и пятишаговая модель.
2. IFRS 9 “Financial Instruments” – классификация и оценка финансовых активов и обязательств, FVPL/FVOCI, учёт собственного кредитного риска.
3. IFRS 10 “Consolidated Financial Statements” – понятие контроля и принципы консолидации.
4. IFRS 16 “Leases” – модель единого учёта аренды у арендатора (право пользования активом и обязательство по аренде).
5. IFRS 8 “Operating Segments” – раскрытие информации по операционным сегментам.
6. IAS 1 “Presentation of Financial Statements” – структура отчётности, нестандартные показатели, существенные статьи.
7. IAS 7 “Statement of Cash Flows” – классификация денежных потоков, варианты отражения процентов и дивидендов.
8. IAS 12 “Income Taxes” – отложенные налоги и временные разницы.
9. IAS 16 “Property, Plant and Equipment” – модели оценки (cost vs revaluation), переоценка через прочий совокупный доход.
10. IAS 36 “Impairment of Assets” – обесценение активов, расчёт возмещаемой стоимости (FVLCD/VIU).
11. IAS 37 “Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets” – резервы и оценочные обязательства (концептуально при обсуждении “кухни” резервов).
12. IAS 38 “Intangible Assets” – нематериальные активы, в том числе переоценка и активные рынки.
13. IAS 40 “Investment Property” – модель fair value vs cost, отражение переоценки в прибыли или убытке.
14. IAS 19 “Employee Benefits” – оценка пенсионных обязательств и отражение перерасчётов в прочем совокупном доходе.

Список источников

Российские стандарты и законодательство:

15. Федеральный стандарт бухгалтерского учёта ФСБУ 25/2018 “Бухгалтерский учет аренды” – сближение учёта аренды с моделью IFRS 16.
16. Налоговый кодекс РФ, часть II, глава 25 “Налог на прибыль организаций” – общие принципы признания доходов и расходов.
17. Налоговый кодекс РФ, статья 272 – порядок признания расходов при методе начисления (распределение во времени).
18. Налоговый кодекс РФ, статья 283 – перенос убытков прошлых лет и ограничение 50% налоговой базы.
19. ПБУ 18/02 по российскому учёту налога на прибыль

Список источников

Профессиональные обзоры и разъяснения:

20. ACCA, “Intangible assets – can’t touch this” – обзор IAS 38 и практики переоценки НМА.
21. ACCA, материалы по IFRS 15, IAS 16, IAS 36, IAS 12, IAS 19 и IFRS 16 – учебные статьи и технические заметки по ключевым стандартам.
22. PwC, “IFRS 9: Understanding the basics” – практическое руководство по классификации и оценке финансовых инструментов.
23. BDO, серия “IFRS in Practice” по IFRS 9, IAS 7 и другим стандартам – практические вопросы применения.
24. BDO, “Common errors – investment property IAS 40” – типовые ошибки в учёте инвестнедвижимости (fair value vs OCI).
25. Grant Thornton, “IAS 40 Investment Property – factsheet” и материалы по IFRS 8, IAS 36 – краткие обзоры стандартов и раскрытий.
26. IFRScommunity.com, “Revaluation model for PP&E and Intangible Assets” – практическое объяснение модели переоценки.
27. RSM, статьи по IAS 40 и IAS 7 – комментарии по оценке инвестнедвижимости и классификации денежных потоков.
28. CPDbox, материалы по IAS 36 и IAS 12 – практические примеры расчёта обесценения и отложенных налогов.