

**Дмитрий Леснов**

Заместитель генерального директора
по брокерскому бизнесу ФГ «Финам»

Не катастрофа, но

МСП могут сильнее всего пострадать от новых налоговых правил

Российский фондовый рынок готовится к масштабной переоценке на фоне планируемого ужесточения налогового режима для МСБ. ФГ «Финам» проанализировала, как налоговые изменения повлияют на разные сектора экономики

В конце сентября Минфин России внес в Правительство РФ проект бюджета на следующие три года, в котором указавшись намерения повысить НДС. После этого рынок отреагировал падением котировок большинства ценных бумаг, однако воздействие новых налоговых правил будет крайне неравномерным: нефтегазовые компании и электроэнергетика останутся относительно защищенными, а ИТ-сектор и платформенные агрегаторы столкнутся с кардинальным ухудшением условий ведения бизнеса.

Предлагаемые налоговые изменения затронут различные сегменты рынка неравномерно. Хотя основными эмитентами на фондовом рынке

остаются крупные компании, наиболее значительные изменения коснутся компаний малой и средней капитализации. При этом бизнес-модели крупных публичных компаний в меньшей степени подвергнутся налоговым изменениям.

Последствия для финансовых посредников

Брокерские и управляющие компании смогут переложить изменение НДС на клиентов в рамках тех услуг, которые подлежат налогообложению. Поскольку НДС является косвенным налогом,

компании не несут прямых потерь, лишь транслируя изменения конечным потребителям. Влияние на их собственные финансовые показатели будет незначительным, что связано главным образом с удорожанием закупаемых товаров и услуг у подрядных организаций.

Секторальные различия в воздействии

Нефтегазовый сектор и так исторически является одним из наиболее загруженных с налоговой точки зрения, в связи с чем он в меньшей степени оказался подвержен негативным налоговым изменениям. Повышение НДС в первую очередь может негативно повлиять на бизнес АЗС, т. к. в условиях топливного кризиса переложить рост цен на потребителей может быть сложно. В то же время этот негатив компенсируется тем, что правительство отменило потолок по демпферу — на фоне топливного кризиса до 1 мая следующего года нефтяники будут получать демпферные выплаты независимо от оптовых цен на топливо. Также незначительным позитивом для отрасли можно считать увеличение срока инвестиционного кредита с 5 до 10 лет. Влияние на акции, конечно, будет минимальным, но это может позволить нефтяникам в более комфортном режиме осуществлять реализацию долгосрочных проектов развития.

В электроэнергетическом секторе повышение НДС до 22% окажет нейтральное влияние на финансовые показатели публичных компаний. Это связано с тем, что тарифы на передачу и продажу электроэнергии регулируются государством и устанавливаются без учёта НДС, поэтому рост ставки не приведёт к изменению выручки, операционной прибыли и дивидендной политики компаний. Вместе с тем НДС начисляется сверх тарифа, поэтому для конечных потребителей это может означать увеличение итоговых счетов.

Ужесточение условий для МСП также не окажет заметного эффекта, поскольку доля малого и среднего бизнеса в структуре потребления электроэнергии невелика, а основной спрос формируется со стороны промышленности. Таким образом, электроэнергетика может стать привлекательной для инвесторов по мере снижения ключевой ставки, когда дивидендная доходность в секторе станет сопоставимой с доходностью по депозитам.

В горно-металлургическом секторе повышение НДС умеренно негативно для производителей, ориентированных на внутренний рынок. Это касается, например, сталеваров, в том числе ММК и «Северсталь», экспорт которых ограничен санкциями. Конечным плательщиком НДС является конечный потребитель. Повышение НДС будет отражено в ценах реализации продукции и внесет вклад в общую инфляцию. Однако металлургам будет сложнее повышать цены в условиях сокращения спроса на сталь и снижения цен на металлопродукцию. Влияние НДС на экспортеров будет менее заметным, поскольку экспорт не облагается этим налогом, и экспортеры получают из бюджета возврат НДС по затратам на производство экспортированной продукции. На экспорт ориентированы полностью или в доминирующей доле выручки такие компании сектора, как «Норникель», «Алроса», «Русал», «ФосАгро». Влияние НДС на их положение будет очень незначительным.

На банковский сектор среди планируемых налоговых новаций правительства наибольшее влияние, на наш взгляд, может оказать предлагаемая отмена льготы по НДС для операций по обслуживанию карт, а также для процессинговых и эквайринговых услуг. Это приведет к росту издержек банков и платежных систем и будет означать общее увеличение стоимости безналичных расчетов. В свою очередь банки будут перекладывать

дополнительные расходы на бизнес, и в конечном итоге это скорее всего приведет к повышению стоимости товаров и услуг для потребителей. Впрочем, просчитать эффект от данной меры пока затруднительно. В частности, не понятно, какая в итоге будет ставка НДС на процессинговые и эквайринговые услуги — не исключено, что она будет ощутимо меньше 22%, так как в противном случае может заметно снизиться привлекательность безналичных транзакций, чего властям, по-видимому, не хотелось бы. Также банки наверняка будут использовать свои лоббистские возможности, чтобы ограничить влияние этого шага. Кроме того, планируемое повышение НДС окажет косвенное влияние на банковский сектор — через вероятное общее замедлением российской экономики из-за увеличения налоговой нагрузки, а также возможное определенное торможение процесса смягчения монетарной политики в стране из-за проинфляционных эффектов данной меры.

Особенно чувствителен к повышению НДС потребительский сектор — прежде всего розничная торговля (как продовольственная, так и непродовольственная) и производители товаров повседневного спроса. Дополнительная фискальная нагрузка практически всегда приводит к росту конечных цен на товары и услуги: бизнес неизбежно перекладывает её на потребителя. В таких условиях компаниям приходится искать баланс между сохранением рентабельности и риском потери покупателей из-за подорожания товаров. Более всех пострадают ритейлеры товаров дискреционного спроса — одежда, электроника, бытовая техника и другие категории, где потребление особенно эластично реагирует на снижение доходов населения. Здесь рост цен может привести к заметному сокращению спроса. Хотя сегмент премиум, где покупатели менее чувствительны к росту цен, это затронет в меньшей степени.

Однако и **продуктовый ритейл** не застрахован от негативных последствий. Повышение НДС требует практически сразу увеличить объем налоговых платежей, тогда как возможности по переносу этих издержек на покупателей ограничены: ценовую нагрузку приходится перекладывать постепенно, чтобы избежать оттока клиентов и снижения оборотов. На фоне замедления роста доходов населения это может привести к сокращению продаж в натуральном выражении и ужесточению конкуренции за потребительский спрос. Усилится тренд на рационализацию потребления — покупатели будут чаще выбирать более дешевые товары и сокращать объемы покупок.

Все эти вызовы для ритейла накладываются на уже имеющиеся проблемы: стагнацию спроса, высокую ключевую ставку, удорожание закупок и логистики, а также общее инфляционное давление. Ожидаемое повышение НДС станет дополнительным источником роста издержек. В этих условиях поддержку сектору могли бы оказать снижение ключевой ставки или позитивные сдвиги во внешнеполитической повестке — последний фактор традиционно способствует возвращению интереса инвесторов к акциям российских компаний, включая представителей потребительского сектора.

Ужесточение налоговой нагрузки на МСП, в свою очередь, может привести к дальнейшей консолидации рынка: более слабые компании могут не справиться с возросшими издержками, что даст крупному бизнесу дополнительные точки роста, но в целом негативно скажется на динамике потребительского спроса и уровне конкуренции.

В отчетности эмитентов негативный эффект проявится прежде всего в ускоренном росте операционных расходов и давлении на маржинальность. У продуктовых ритейлеров, несмотря на потенциальный рост выручки в рублевом выражении за счет повышения

цен, прибыльность может сократиться из-за снижения объемов продаж, роста издержек и временного лага между увеличением налоговой нагрузки и постепенной корректировкой ценников. Для ритейлеров товаров дискреционного спроса возможен более выраженный спад выручки и прибыли, а показатели чистой прибыли и свободного денежного потока могут снизиться, что окажет давление на дивидендную политику и инвестиционную привлекательность компаний.

На телекоммуникационных компаниях, в частности МТС и Ростелеком, повышение НДС и понижение порога для МСП никак не скажется. Но пострададут **агрегаторы**: Cian, HeadHunter и Яндекс рискуют потерять B2B-клиентов: тысячи малых юрлиц вынуждены будут нести дополнительные НДС-издержки и сократят расходы, уйдут с платформ или обанкротятся, это приведёт к уменьшению числа продавцов, работодателей, риелторов и сокращению комиссий и рекламных контрактов. Если говорить о **сугубо IT-компаниях** (Астра, Аренадата, Диасофт, Позитив, то ситуация кардинально изменит инвестиционную привлекательность: рынок уже частично отреагировал — бумаги IT-сектора заметно скорректировались после анонсов об отмене льгот и повышении тарифов. Для компаний это означает резкий рост ФОТ и операционных затрат, увеличение себестоимости услуг и снижение платежеспособности части клиентов; в сумме — двойной удар на бизнес: рост расходов при одновременном давлении на выручку и серьёзно сокращает маржинальность.

Как ожидается, повышение НДС не будет распространяться на лекарства и медицинскую продукцию. Действующая льготная налоговая ставка в размере 10% для этих категорий сохранится. В сфере медицинских услуг нулевая ставка НДС позволяет компаниям чувствовать себя спокойно перед лицом

изменений в налоговой политике. Даже предлагаемый налог в размере 5% на прибыль компаний частной медицины — это не та мера, которая могла бы нанести значительный ущерб их бизнесу, кроме того, вероятность фактического введения такой меры невелика. Такие компании отрасли, как «МД Медикал», не столкнутся с ощутимыми сложностями из-за корректировок в налоговой политике.

Отмена льгот по страховым взносам для большинства субъектов МСП и повышение тарифов для IT-сферы

ЦБ уже заявлял, что повышение НДС окажет влияние на рост потребительских цен примерно в районе до 1%. Однако это средняя оценка — на практике распределение эффекта будет неравномерным. Новые налоговые правила сильнее всего ударят по субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП): снижение порога освобождения с 60 млн рублей до 10 млн приведёт к тому, что тысячи мелких компаний, которые ранее были освобождены от уплаты НДС, теперь станут плательщиками. В результате для услуг и товаров, которые эти МСП предоставляют, цены могут вырасти существенно (до 30%), поскольку раньше налог с выручки до 60 млн не взимался, а теперь будет начисляться и закладываться в цену или съедать маржу продавцов.

В теории подобная налоговая реформа способна затронуть почти все сектора экономики через цепочку контрагентов: рост издержек у мелких поставщиков, массовые банкротства или уход в тень, сокращение предложения на платформах и маркетплейсах, снижение активности в сегментах B2B и B2C, где существенную долю составляют небольшие игроки. Это создаёт второй порядок эффектов, помимо прямого инфляционного шока в ~1%, который

может приводить к удорожанию услуг и ухудшению качества товаров.

Если говорить конкретно про ТМТ, то эффект будет неоднородным. У телеком-операторов прямой эффект вряд ли будет значительным: у них большая база корпоративных и розничных абонентов, контрактная модель с производителями оборудования и незначительная доля МСП. Зато платформы и маркетплейсы, агрегаторы и сервисы, сильно зависящие от массы малых продавцов или мелких автопарков, действительно могут оказаться в сложной ситуации.

У Яндекса, например, могут вырасти и издержки и упасть доходы: на Я. Маркете размещены тысячи малых бизнесов с выручкой ниже прежнего порога — для многих из них появится новая налоговая нагрузка, что может привести к повышению цен продавцов либо их уходу с площадки; в сегменте такси много мелких автопарков и индивидуальных предпринимателей (особенно в регионах), и у них тоже резко вырастут издержки. Это касается Такси и Маркета, но для Яндекса как рекламного агрегатора это значит прямой риск сокращения клиентской базы и снижения рекламного дохода. Часть потерь может компенсироваться ростом ставок для оставшихся рекламодателей, но в условиях общего ухудшения платежеспособности малого бизнеса такой эффект маловероятен.

Платформы вроде Cian и HeadHunter особенно чувствительны к снижению числа мелких предпринимателей и работодателей: эти пользователи не только формируют предложение и наполняют экосистему, но и платят комиссии/подписки — их массовый уход или сокращение платежеспособности напрямую уменьшит доходы платформ.

Общий прогноз воздействия

Главными «пострадавшими» станут представители малого и среднего бизнеса, для которых налоговые изменения

окажут наибольшее влияние на финансовую модель. Для крупных компаний, составляющих основу российского фондового рынка, воздействие будет умеренным, а часть из них полностью переложит издержки на потребителей.

При формировании инвестиционных решений необходимо учитывать отраслевую специфику, однако в целом предлагаемые изменения не следует рассматривать как катастрофический фактор для эмитентов Московской биржи.

Ну и, конечно, ключевым риском остается влияние на инфляционные ожидания. Повышение НДС может привести к росту инфляции до 1 п.п., что заставит Центральный банк пересмотреть траекторию снижения ключевой ставки. Более медленное снижение ставки, в свою очередь, потребует переоценки как акций, так и облигаций. Рынок уже отреагировал на эти ожидания — после объявления о подготовке законопроекта: котировки большинства российских ценных бумаг снизились. Это отражает высокую чувствительность текущих оценок к динамике ключевой ставки, которая остается определяющим фактором ценообразования на российском рынке.

Резюмируя все, проиграют даже большие компании, но только если у них есть доля клиентов-юрлиц из области МСП. ■

Минфин внес в Правительство РФ проект бюджета на 2026–2028 гг.

Минфин России 24 сентября сообщил, что внес в Правительство РФ пакет законопроектов, включающий в себя поправки в закон о бюджете на 2025 год, законопроект о федеральном бюджете на 2026 год и плановый период 2027 и 2028 годов, а также законопроекты о внесении отдельных изменений в Бюджетный и Налоговый кодексы.

«В рамках бюджетного пакета предлагается внести отдельные изменения в Налоговый кодекс, направленные, в первую очередь, на финансирование обороны и безопасности:

— повышение стандартной ставки НДС на 2 п.п. (с 20% до 22%). При этом льготная ставка 10% сохраняется для всех социально значимых товаров — продукты питания, лекарства и медицинская продукция, товары для детей и другие». ■

Источник: Минфин России