Налоговые аспекты в разработке структур секьютиризации

Эстелла ДЖАНТУХАНОВА,
старший менеджер,
к.э.н., «Делойт»

До прихода в «Делойт» в 2004 году Эстелла работала в иностранном банке, занимающем лидирующие позиции на рынке потребительского кредитования. Эстелла имеет большой опыт консультирования клиентов. В частности, она участвовала в 11 проектах секьюритизации (локальные и трансграничные сделки), включая как реализованные сделки, так и текущие проекты, в проведении налогового анализа холдинговых структур и структурировании банковских операций с точки зрения налогообложения. Эстелла является сопредседателем группы по налогам и бухгалтерскому учету в комитете IFC по секьюритизации.

Александр СИНИЦЫН,
ведущий консультант,
«Делойт»

Александр имеет большой опыт участия в аудиторских и консалтинговых проектах для крупных российских и иностранных банков и других финансовых институтов, а также в прединвестиционном анализе кредитных организаций. В частности, он участвовал в проектах по секьюритизации активов, выпуску еврооблигаций, разработке инвестиционных структур, структур международных инвестиционных фондов, а также в анализе налоговых аспектов структурирования банковских операций, в том числе операций с деривативами, сделок РЕПО, лизинговых операций.

Александр закончил Финансовую академию при Правительстве РФ по специальности «Финансы и кредит».

Для большинства как развитых, так и развивающихся экономик секьюритизация является привлекательной схемой привлечения капитала. Все возрастающую роль механизм секьюритизации приобретает на развивающихся рынках, поскольку, во-первых, позволяет обеспечить более высокий рейтинг, чем общий рейтинг компании-заемщика, использующей данный механизм, в связи с отделением надежных активов в форме дебиторской задолженности от обычных рисков, связанных с компанией и ее другими активами, а во-вторых, ограничить влияние странового риска на рейтинг выпускаемых ценных бумаг за счет введения в структуру сделки страхования политических рисков.

Отдельный блок составляют локальные секьюритизационные выпуски, которые стали возможными благодаря введению соответствующего законодательства. Например, в ряде стран СНГ, включая Россию, введены законы о долговых ценных бумагах, обеспеченных активами (например, ипотекой). В частности, на конец февраля 2008 г. в России были осуществлены три сделки по выпуску облигаций с ипотечным покрытием. Выпущенные ценные бумаги получили достаточно высокий рейтинг по международной шкале рейтингового агентства Moody's.

Виды активов, которые могут быть секьюритизированы, довольно многочисленны. Примерами секьюритизированных требований являются ипотечные кредиты, коммерческие кредиты, лизинговые платежи,

будущие платежи по кредитным картам, потребительские кредиты, кредиты на покупку автомобилей, диверсифицированные платежные права (MT100s), будущие роуминговые платежи, платежи по экспортным контрактам и многие другие активы и права.

Организация сделки, ее структурирование и подготовка юридической документации, обеспечение управления денежными потоками несут в себе значительные затраты для организатора сделки и первоначального владельца секьюритизируемых активов. Тем не менее, качество таких процедур является одним из ключевых факторов для получения лучшего рейтинга и снижения стоимости привлеченных средств. Объем большей части данных затрат, в то же время, является известным и фиксированным на момент организации сделки.

Частью работы над оценкой затрат по привлечению финансирования через секьюритизацию активов является и определение налоговой нагрузки на структуру сделки после продажи активов и выпуска ценных бумаг.

ПОЧЕМУ НЕОБХОДИМ НАЛОГОВЫЙ АНАЛИЗ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ?

Одним из ключевых вопросов структурирования и реализации сделок секьюритизации является предсказуемость налоговых последствий как для оригинатора, так и для эмитента. Это означает, что структура с определенной долей уверенности должна гарантировать, что деятельность сторон, вовлеченных в сделку, не приведет к дополнительной налоговой нагрузке на денежные потоки, обеспечивающие выплаты инвесторам, либо размер дополнительных налоговых обязательств наряду с имеющимися преимуществами секьюритизации будет приемлемым для оригинатора и иных сторон, гарантирующих выплаты инвесторам.

Приемлемость налоговых затрат и рисков рассматривается не только в интересах оригинатора, но и с позиций инвесторов. При выходе на приемлемый уровень налоговых затрат и рисков повышается привлекательность выпускаемых ценных бумаг для инвестора, их рейтинг, а соответственно, снижается стоимость привлеченных средств.

Таким образом, основная цель налогового структурирования сделок секьюритизации — достижение определенного приемлемого и предсказуемого уровня налогообложения. Налоговый анализ структуры необходимо осуществлять на ранних стадиях подготовки сделки для того, чтобы своевременно выявить и скорректировать возможные недостатки структуры, которые могут привести к риску возникновения излишних налоговых обязательств в будущем. Для России тщательная налоговая экспертиза особенно актуальна ввиду отсутствия отдельной трактовки подобных сделок в российском гражданском и налоговом законодательстве, а также отработанных на практике структур: многие реализованные на сегодняшний день сделки секьюритизации в России были в своем роде пилотными.

В отсутствие комплексной законодательной категории сделка секьюритизации для целей российского законодательства рассматривается в разрезе каждой отдельной операции, составляющей структуру секьюритизации. Таким образом, налоговые последствия при продаже оригинатором активов, выпуске ценных бумаг эмитентом, управлении денежными средствами и активами эмитента, получении эмитентом платежей по активам и возмещаемых расходов, связанных с выпуском, выплате дохода по облигациям инвесторам и по другим операциям подлежат оценке исходя из результата по каждой такой операции в отдельности на основании заключенных договоров. Существующий подход усложняет налоговую структуру сделки и в ряде случаев может привести к возникновению экономически неоправданных налоговых затрат и рисков.

На стадии реализации сделки налоговая составляющая анализа предполагает налоговую экспертизу проектной документации (договоров и документации, необходимых для передачи активов эмитенту или организации займа), подготовку налогового заключения, при необходимости получение решения налоговых органов о режиме налогообложении эмитента в соответствии с налоговым законодательством, действующим в соответствующей юрисдикции, анализ финансовых моделей для обеспечения своевременного и достаточного финансирования налоговых затрат.

ОСНОВНЫЕ НАЛОГОВЫЕ АСПЕКТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Следующие основные вопросы налогообложения требуют детального рассмотрения при подготовке и структурировании международных и локальных сделок секьюритизации.

В отношении оригинатора (продавца активов)

- Налоговая трактовка передачи существующих активов и/или будущих требований. Данная передача при сделке «истинной» секьюритизации («true sale») обычно оформляется в виде договора уступки прав требования либо в виде договора купли-продажи. Главным вопросом будет являться определение стоимости передаваемых активов и времени (периодичности) признания доходов/расходов в результате такой передачи. В отдельных случаях могут возникнуть налоговые обязательства в отношении налога на добавленную стоимость. Аспекты, связанные с обложением передачи активов НДС, должны дополнительно анализироваться с учетом вида секьюритизируемого актива. В отдельных случаях может потребоваться модернизация структуры сделки, включение в структуру сделки дополнительных элементов и компаний, имеющих, например, представительство в юрисдикции, в которой находятся продаваемые активы, для минимизации налоговой неэффективности структуры в связи с дополнительными затратами в виде НДС. Отдельный вопрос — это передача будущих активов, не отраженных в налоговом учете оригинатора на момент такой передачи. Ввиду отсутствия в российском налоговом законодательстве четких принципов налогообложения уступки будущих прав данный аспект требует тщательного рассмотрения для оценки сопутствующих налоговых рисков и поиска способов разрешения еще на ранних стадиях структурирования сделки.
- Вопросы трансфертного ценообразования при уступке/продаже активов и их обратном выкупе в случае наличия в структуре обязательств оригинатора об обратном выкупе активов.
- Налогообложение оригинатора в структуре «синтетической» секьюритизации (финансирования посредством займа под залог секьюритизируемых активов), включая операции по обслуживанию долга перед кредитором (эмитентом), получение гарантий третьих лиц, а также вопросы применимости правил тонкой капитализации к структуре.
- Налогообложение возврата «излишнего обеспечения» оригинатору от эмитента. При истинной секьюритизации обычной практикой является перевод большего количества активов, чем необходимо для покрытия задолженности перед инвесторами, то есть эмитенту предоставляется дополнительный фонд денежных средств. Излишек денежных средств, остающийся у эмитента после выплаты дохода по выпущенным ценным бумагам и других расходов эмитента, возвращается оригинатору. Налоговые последствия будут зависеть от выбора механизма возврата «излишнего обеспечения».
- Налоговые последствия при депонировании оригинатором резерва для обеспечения выплат по договору займа, предоставленного эмитентом. Последнее условие, в частности, используется в качестве обеспечения дополнительных гарантий инвесторам при так называемой «синтетической секьюритизации».
- Налоговые последствия при обратном выкупе активов (например, в случаях, когда оригинатор обязуется выкупить переуступленные ранее права требования по кредитным договорам, по которым образовалась просроченная задолженность).
- Налоговые вопросы, связанные с возмещение административных и других расходов эмитента.
- Последствия по налогу у источника и риски признания оригинатора в качестве налогового агента при перечислении денежных средств от должников эмитенту. Решение данного вопроса достигается путем выбора юрисдикции для размещения эмитента или промежуточной компании, имеющей соглашение со страной, резидентом которой является оригинатор, освобождающее от налогообложения процентные и прочие доходы.
- Вопросы создания резервов по сомнительной задолженности и списания безнадежных долгов в отношении требований.

В отношении эмитента

- Выбор юрисдикции для размещения эмитента. Основные приоритеты при выборе страны для учреждения нового спецюрлица — это наличие благоприятного законодательства для секьюритизации как в части налогообложения спецюрлица, так и в отношении выплачиваемых инвесторам процентных доходов. По понятным причинам предпочтение отдается юрисдикциям, в которых, во-первых, не взимается налог на доходы у источника по платежам, выплачиваемым инвесторам, во-вторых, имеется специальный секьюритизационный режим либо доходы спецюрлица облагаются по нулевой или низкой эффективной налоговой ставке (при необходимости согласованной с налоговыми органами), в-третьих, с которой заключено соглашение об избежании двойного налогообложения.
- Признание расходов по приобретению активов и признание доходов от получения исполнения по требованиям. С точки зрения налогообложения идеальным вариантом будет нейтральный налоговый режим либо минимальный доход, облагаемый на уровне эмитента. Это достигается, например, путем разработки эффективного механизма возврата «излишнего обеспечения», а также структурирования финансовых потоков таким образом, чтобы разрыв между ожидаемыми доходами и расходами был минимальным на каждую отчетную дату.
- При осуществлении локальной ипотечной секьюритизации в России возможно применение специального налогового режима для эмитента облигаций с ипотечным покрытием (ипотечного агента). В частности, налоговое законодательство предусматривает освобождение доходов ипотечного агента, связанных с осуществлением его уставной деятельности в соответствии с законодательством Российской Федерации.
- Риск образования постоянного представительства иностранного эмитента, например, в результате обслуживания активов в России.
- Вопросы косвенного налогообложения, в том числе НДС, при переводе и обслуживании активов, в составе которых имеется НДС.
- Ограничение ставки процента по выпущенным бумагам.

Это далеко не полный перечень вопросов, требующих детального налогового анализа на этапе подготовки сделки секьюритизации. Наш опыт участия в проектах по секьюритизации активов показывает, что каждая сделка сама по себе уникальна. Даже самые незначительные различия в структурах различных сделок и документации по сделке, которые на практике могут быть обоснованы многими экономическими и внутренними факторами, могут означать существенные различия в порядке налогообложения.

ДРУГИЕ НАЛОГОВЫЕ АСПЕКТЫ

Среди прочих налоговых аспектов, непосредственно связанных с особенностью секьюритизируемых активов, которые могут повлиять на выбор отдельных элементов структуры, можно выделить следующие:

- классификация секьюритизируемых активов с точки зрения налогового законодательства;
- выбор объектов для «продажи» (активы либо требования) с учетом возникающих налоговых последствий;
- возможность уступки сопутствующих прав с учетом налоговых и юридических последствий;
- налоговые последствия по НДС, связанные со спецификой секьюритизируемых активов, в частности, вопросы, связанные с предъявлением к вычету НДС, уплаченного поставщикам, и анализ структуры на предмет отсутствия дополнительных затрат на уплату НДС;
- в отдельных случаях может понадобиться разработка специальной структуры с включением дополнительной местной компании либо нескольких компаний, расположенных в различных юрисдикциях. Выбор юрисдикции будет зависеть от особенностей местного налогового законодательства.

Эти и другие налоговые вопросы, возникающие при структурировании операций между участниками сделки секьюритизации, должны быть определены и проанализированы на самых ранних стадиях. Решение данных вопросов будет зависеть от конкретной ситуации юридических и экономических требований, предъявляемых к структуре сделки, а также типа секьюритизируемых активов и местного налогового законодательства в странах местонахождения оригинатора и эмитента.

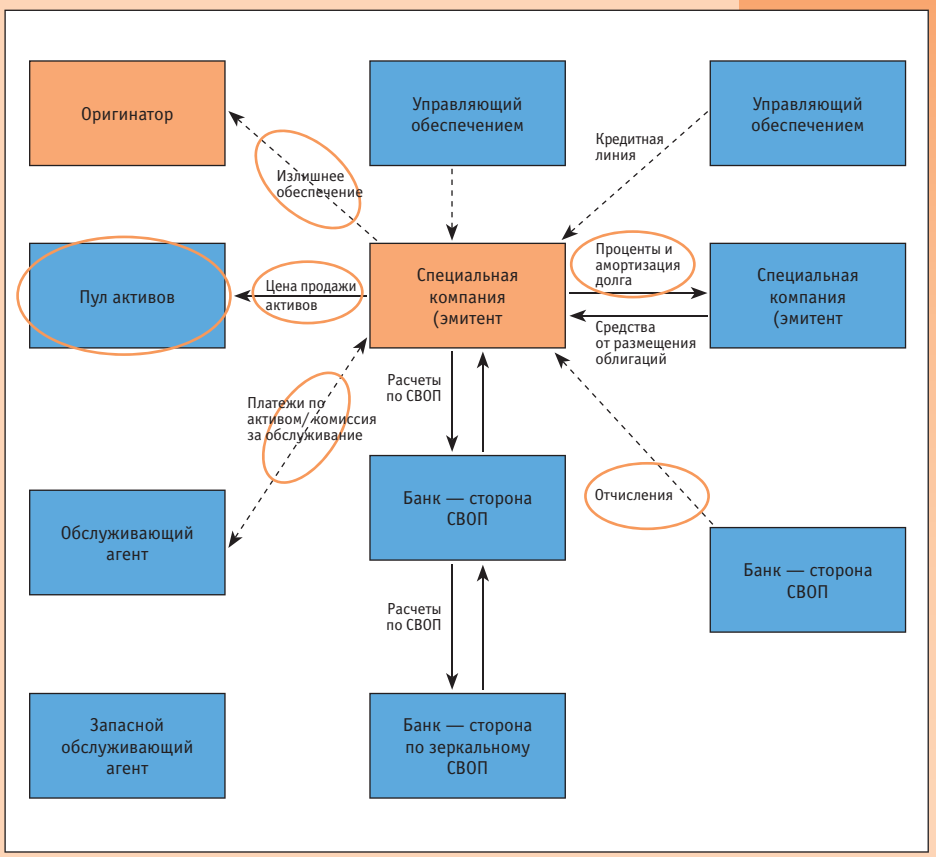
Для достижения планируемого результата от проведения секьюритизации необходимо, прежде всего, тесное сотрудничество налоговых консультантов с клиентом в отношении оценки возможности секьюритизации активов с учетом норм местного налогового законодательства, а также с организаторами займа и юристами в отношении структурирования и осуществления сделки.

ПРИМЕР СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: СТРУКТУРИРОВАНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

В России секьюритизация может стать одним из ключевых факторов развития рынка ипотечного кредитования. Проведение секьюритизации ипотечных портфелей позволяет банкам привлекать дешевое финансирование, в то же время освобождая баланс для выдачи ипотечных кредитов новым заемщикам.

Классическая структура секьюритизации ипотечных кредитов выглядит следующим образом: компания-оригинатор продает пул ипотечных кредитов, удостоверенных закладными, специально созданному юридическому лицу (эмитенту), которое, в свою очередь, финансирует эту покупку путем выпуска и продажи облигаций инвесторам, при этом поступления по ипотечным кредитам используются для обслуживания процентов и выплаты основного долга по облигациям, а также текущих затрат эмитента.

Рисунок 1. Области налогового структурирования



Для достижения налоговой эффективности требуется анализ и проработка следующих структурных вопросов:

- налоговая трактовка активов для продажи либо включения в обеспечение;
- выбор способа передачи пула: продажа или передача в залог эмитенту;
- вопросы ценообразования при передаче активов;
- расположение эмитента;
- структурирование денежных потоков на накопительном этапе;
- способ вывода излишнего обеспечения;
- обслуживание портфеля;
- создание резервного фонда;
- прочие вопросы (расходы по сделке, хеджирование и другие).

Основные области налогового структурирования схематично изображены на Рисунке 1.

ЛОКАЛЬНАЯ ИЛИ МЕЖДУНАРОДНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ — ЧТО ВЫБРАТЬ?

В России уже имеется опыт проведения локальных и международных сделок секьюритизации жилищной ипотеки, то есть сделок, предполагающих выпуск облигаций с ипотечным покрытием (RMBS). Поэтому перед ипотечными компаниями и банками, планирующими привлечение финансирования путем секьюритизации имеющегося портфеля ипотечных кредитов, стоит выбор между локальной и международной секьюритизацией. Основные различия в режиме налогообложения локальной и международной сделок мы кратко представили в Таблице 1.

Ряд неопределенностей и ограничений местного законодательства по-прежнему сдерживают развитие секьюритизации в России и создают необоснованные налоговые риски. В связи с этим в большинстве случаев приоритет отдается международным структурам, а не локальным. Среди основных аспектов, требующих разрешения на законодательном уровне, можно выделить следующие.

- Устранение существующих ограничений, создающих риски при секьюритизации в силу неясности положений действующего законодательства (например, применение правил трансфертного ценообразования, механизмов удержания налога у источника, более четкая конкретизация перечня доходов, подлежащих освобождению на уровне локального эмитента (ипотечного агента), обложение НДС комиссии за сервисное обслуживание, требования к признанию сделок хеджирования, признание расходов, связанных с проведением секьюритизации, и некоторые другие).
- Расширение возможности использования локальной секьюритизации для различных видов активов, а не только ипотеки (особый налоговый режим для эмитента).
- Налоговое регулирование при уступке будущих прав.

В заключение можно отметить, что с устранением последствий недавнего кризиса на мировых финансовых рынках, спровоцированного неплатежами на ипотечном рынке (рынке subprime) в США, равно как и существующих правовых и налоговых препятствий для развития секьюритизации в России мы сможем рассчитывать на более широкое использование механизмов секьюритизации в России. Дальнейшие развитие данного сегмента рынка в России, по нашему мнению, будет обусловлено следующими факторами: во-первых, данный инструмент становится одним из наиболее привлекательных для финансирования деятельности компаний и наращивания объемов активов, подходящих для секьюритизации; во-вторых, он становится более понятным инструментом для инвесторов с точки зрения налоговых последствий и рисков. Все это должно положительно сказаться на развитии российского рынка ценных бумаг.

Вопросы налогового структурирования сделок секьюритизации активов, затронутые в данной статье, основываются на положениях действующего российского законодательства на дату ее подготовки. Обращаем внимание читателей на то, что российское законодательство подвержено частым изменениям. В некоторых случаях неоднозначные формулировки законов и разъяснений регулирующих органов могут привести к возможности различного толкования законодательства. Комментарии, представленные в данной статье, не являются исчерпывающим анализом налоговых по-следствий, применимых к конкретной сделке секьюритизации, и описаны исключительно в

Таблица 1. Основные различия налоговых режимов в рамках сделок локальной и международной секьюритизации

Локальная сделка (российский эмитент)	Международная сделка (европейские юрисдикции)
Стабильность налогового режима эмитента	
Относительная новизна налогового режима эмитента; формальная возможность нулевого налогообложения.	Известная степень уверенности в налоговом статусе эмитента; возможна минимальная налоговая нагрузка на эмитента.
Налогообложение процентных доходов держателей облигаций	
Отсутствие освобождения от удержания налога из процентных выплат инвесторам; пониженная ставка налога.	Возможное освобождение от налога процентных выплат по облигациям; применение Директив ЕС к выплате процентов физическим лицам.
Структурирование передачи активов на накопительном этапе	
Локальные сделки, осуществленные на настоящее время, не включали накопительные этапы и требуют дополнительного юридического анализа в случае включения в структуры локальной секьюритизации в будущем. С позиций налогообложения передача дополнительных активов должна структурироваться как отдельные сделки, а не как сделка на продажу будущих активов.	Отдельные сделки передачи дополнительных активов.
Обслуживание портфеля	
Применение российского НДС к сумме комиссии (за исключением банковских услуг).	Освобождения части комиссии по принципу места оказания услуг.
Российский эмитент зарегистрирован в России и является налогоплательщиком в соответствии с российским налоговым законодательством. Отсутствуют риски создания постоянного представительства.	Могут возникнуть риски создания постоянного представительства эмитента при обслуживании активов.
Регулирование величины комиссии сервисного агента; передача обслуживания активов запасному сервисному агенту.	
Расходы по сделке	
Применимы общие правила экономической обоснованности расходов. Ввиду отсутствия у эмитента налогооблагаемых доходов для целей налогообложения расходы могут быть не признаны.	Расходы, связанные с выпуском облигаций, могут быть признаны необоснованными для оригинатора. Возникают вопросы с НДС при оплате услуг эмитентом.
Налогообложение хеджирующих сделок	
Неясность налогообложения прибылей и убытков по хеджирующим сделкам.	Возможность признания убытков по хеджирующим инструментам.

информационных целях. Использование содержащихся в данной статье сведений применительно к конкретным ситуациям должно определяться соответствующими обстоятельствами. Мы рекомендуем читателям данного материала обратиться к профессиональным консультантам в случае принятия деловых решений.

«Делойт» не несет ответственности за убытки, причиненные в результате использования данной статьи в деловых целях.

Авакян, Туктаров и Партнеры

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

ПРАВОВОЕ И ФИНАНСОВОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ

WWW.ATPFINANCE.COM

115114, МОСКВА, УЛ. ЛЕТНИКОВСКАЯ, ДОМ 10 СТР. 2
ТЕЛЕФОН/ФАКС: (495) 981-02-75 / (495) 981-02-74