

## НАЛОГОВЫЙ МАНЕВР

### Государство ищет источники пополнения бюджета в самых неожиданных местах

#### Налоговая инициатива Минфина шокировала рынок.

30 декабря 2011 г. заместителем министра финансов Сергеем Шаталовым было подписано письмо, разъясняющее позицию министерства относительно налогообложения купонного дохода по российским еврооблигациям. Рынок долговых бумаг воспринял появление этого документа как попытку ввести 20-процентный налог с эмитентов на процентные платежи по их внешним выпускам, что со всей очевидностью потрясло бы сами основы существования еврооблигационного рынка.

**Налог на купонный доход нерезидентов.** Согласно налоговому кодексу РФ процентный (купонный) доход нерезидентов от инвестиций в российские долговые бумаги облагается налогом на прибыль по ставке 20%. Исключением является случай, когда у нерезидента имеется официальное представительство в России (тогда он, по сути, становится резидентом), а также когда нерезидент зарегистрирован в стране, с которой у России заключено соглашение об избежании двойного налогообложения. Список таких стран представлен в таблице справа.

**Устройство большинства еврооблигационных выпусков.** За пределами РФ организуется специальная компания (SPV), которая является эмитентом долговых бумаг по иностранному праву, а реальный эмитент, находящийся в России, предоставляет гарантию по займу. Когда бумаги оказываются проданными в рынок, средства от их продажи размещаются SPV на депозите под ставку, равную купону, а гарантор перечисляет SPV процентные платежи по этому депозиту, которые затем направляются держателям облигаций в качестве купонных выплат. Таким образом, SPV является как бы технической прокладкой между реальным эмитентом бумаги и ее держателем.

**Суть претензии Минфина.** Необходимо отметить, что SPV, описанные в предыдущем абзаце, всегда регистрируется в стране, с которой у РФ есть соглашение об избежании двойного налогообложения. Вследствие этого все процентные платежи, поступающие в адрес SPV от эмитента, не облагаются в РФ никаким налогом. Именно с этим фактом не соглашается Минфин в своем письме, отмечая, что конечные держатели бумаг вполне могут находиться в стране, с которой у РФ нет соглашения об избежании двойного налогообложения, по причине чего банк эмитента должен стать для такого держателя налоговым агентом, заплатив с его купонного дохода налог по ставке 20% в государственный бюджет.

#### Страны, с которыми у России заключены соглашения об избежании двойного налогообложения

Австралия	Австрия
Азербайджан	Албания
Алжир	Армения
Белоруссия	Бельгия
Болгария	Ботсвана
Бразилия	Великобритания
Венгрия	Венесуэла
Вьетнам	Германия
Греция	Дания
Египет	Израиль
Индия	Индонезия
Иран	Ирландия
Исландия	Испания
Италия	Казахстан
Канада	Катар
Кипр	Киргизия
Китай	КНДР
Республика Корея	Республика Куба
Кувейт	Ливан
Литва	Люксембург
Македония	Малайзия
Мали	Марокко
Мексика	Молдова
Монголия	Намбия
Нидерланды	Новая Зеландия
Норвегия	Польша
Португалия	Румыния
Саудовская Аравия	Сербия
Сингапур	Сирия
Словакия	Словения
США	Таджикистан
Таиланд	Туркменистан
Турция	Узбекистан
Украина	Филиппины
Финляндия	Франция
Хорватия	Черногория
Чехия	Швейцария
Швеция	Шри-Ланка
ЮАР	Япония

Источники: ФСТ

**Наше отношение к происходящему.** Мы вынуждены признать, что с точки зрения российского законодательства в письме Минфина есть логика. Действительно, наличие SPV в льготной налоговой зоне экранирует держателя бумаги от эмитента и, соответственно, от российских налоговых требований. В то же время из сути вопроса следует, что объем возможных требований не является столь всеобъемлющим, как того, судя по всему, боятся участники облигационного рынка. Еще раз повторим, что претензия Минфина относится только к процентным платежам в адрес держателей, которые находятся в странах, с которыми у РФ нет соглашения об избежании двойного налогообложения.

**Так какова же цена вопроса?** Наша таблица показывает, что РФ заключила налоговые соглашения практически со всеми крупными странами с «нормальным» налоговым режимом. Таким образом, держатели российских бумаг в Европе, Америке и Азии из рассматриваемого нами вопроса выпадают. Из «нормальных» стран, с которыми у РФ есть постоянные экономические отношения, в списке отсутствуют наши соседи Латвия и Эстония, однако прибалтийские фонды, конечно, не являются крупнейшими держателями российских евробондов. Гораздо хуже дело обстоит с офшорными зонами, из которых в списке присутствует только Кипр. Проблема здесь заключается в том, что локальные российские игроки (включая банки) практически не торгуют евробондами с российских юридических лиц, а делают это с помощью принадлежащих им офшоров. Часть из таких офшоров находится на Кипре, но остальные гарантированно попадают под претензию Минфина. Конечно, есть и истинно иностранные участники (фонды), зарегистрированные в офшорных зонах помимо Кипра. Не имея возможности точно подсчитать объем бумаг, находящихся в руках таких держателей, мы оцениваем его очень приблизительно – не более 30% всего обращающегося объема. Согласно данным CBonds, общий объем рынка корпоративных еврооблигаций составлял в течение 2011 г. приблизительно 115 млрд долл. При среднем купоне порядка 6% годовых общая сумма процентных выплат за год составляет около 7 млрд долл. Исходя из нашего 30-процентного допущения, а также из ставки налога, равной 20%, можно подсчитать, что при предлагаемом режиме налогообложения Минфин собрал бы в 2011 г. чуть менее 500 млн долл. дополнительного налога на прибыль.

**Как должно быть по-хорошему.** Суть налога состоит в том, что им облагаются доходы, а не расходы. Соответственно, в идеале при выплате очередного купона банк эмитента должен пользоваться данными системы Euroclear о юридическом местоположении каждого получателя и удерживать из платежа 20% в пользу государства в случае, если держатель бумаги не имеет представительства в РФ и зарегистрирован в стране, не имеющей соглашения с РФ об избежании двойного налогообложения. При такой схеме оный получатель купона будет получать его уже за вычетом налога, что просто сделает для него покупку российских бумаг гораздо менее интересной.

**Возникает вопрос: причем здесь тогда эмитенты?** В том-то и проблема, что в прошедшие годы (возьмем хотя бы три, исходя из срока исковой давности) купоны выплачивались полностью. Это уже породило волну слухов о том, что Минфин может потребовать доначислить налог за прошлые периоды, причем тогда нагрузка, по всей видимости, ляжет на эмитентов бумаг. Как показывают наши грубые расчеты, объем доначислений за три года может достигнуть 1,5 млрд долл.

**Что будет на самом деле.** В настоящий момент налог на евробондовые купоны, как и раньше, не начисляется, а Минфин вступил в переговоры с банковским сообществом РФ по этому вопросу. С нашей точки зрения, взимание налога задним числом должно оспариваться в суде, поскольку ответственность эмитентов бумаг за их неуплату является крайне спорной. В последние дни циркулировало множество слухов относительно хода этих переговоров, включая то, что внутри самого Минфина нет единства по поводу того, стоит ли вообще ставить вопрос подобным образом. СМИ (например, сегодняшние «Ведомости») предполагают, что в итоге налоговый кодекс может быть изменен с целью избежания подобных коллизий, при этом в дальнейшем налог на купоны начисляться не будет, однако его все же доначислят за какой-то прошедший период. Требование Минфина, отраженное в письме, очень существенно как с технической, так и с экономической точки зрения. Для российских эмитентов оно может увеличить стоимость ресурсов на международном рынке на 0,5 п.п. (при среднем купоне 6% берем налог 20% и учитываем, что обложению подлежат 30% получателей), при этом пока мы даже не можем сказать, насколько реальной технически является задача оперативного отслеживания юридической регистрации получателей купонов через систему Euroclear, учитывая номинальное владение и другие сложности. Более того, если обсуждаемое нами налоговое требование все же останется в силе, многие эмитенты на основе проспектов своих облигаций получат право (либо обязанность) досрочного выкупа с рынка своих бумаг. Так, компания «Транснефть» уже заявила, что, если новый режим действительно вступит в силу, она выкупит с рынка все свои евробонды, которые, кстати, торгуются заметно выше номинала. Вообще, средняя цена на российском рынке евробондов составляет сейчас 101,75%, то есть выкуп бумаг с рынка в среднем не отвечает интересам инвесторов.

**Вывод: все не так страшно.** Вопрос явно переведен сейчас в плоскость переговоров, хоть и не снят с повестки дня. Прямое воплощение претензии Минфина нанесет огромный вред российскому рынку евробондов, ограничив и без того непростой доступ российских эмитентов к иностранному долговому капиталу. Более того, вполне вероятно, что техническая возможность оперативно отслеживать страну регистрации конечных держателей бумаг вообще отсутствует. Это, кстати, означает, что даже при желании начислить налог задним числом Минфин столкнется при его расчете с огромными

ми проблемами. Соответственно, мы рекомендуем участникам рынка пока не учитывать появление письма Сергея Шаталова в своей инвестиционной деятельности. Наиболее вероятным направлением решения вопроса будет либо изменение налогового кодекса в сторону фиксации фактически имеющейся ситуации (что никто никаких налогов не платит), либо принятие какого-то мягкого переходного варианта, который подготовит рынок к новому налоговому режиму.

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru  
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru  
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevsv@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru  
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovsv@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012