

**Артемьев С.Н.**

## **МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ВОПРОСЫ ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ**

В странах с развитой рыночной экономикой муниципальные облигации, выпускаемые органами местного самоуправления, являются одним из наиболее значимых источников поступлений средств в местные бюджеты, а также эффективным способом привлечения свободных финансовых ресурсов физических и юридических лиц (как резидентов, так и нерезидентов) для финансирования различных социально-экономических, экологических и иных программ, осуществляемых в рамках региона. Первый опыт выпуска таких ценных бумаг в Украине относится к 1995 году, когда комитетом экономики Киевского городского совета было принято решение о размещении облигаций местных займов на общую сумму 1,9 млн. гривень с целью финансирования строительства коммунального жилья. На протяжении 1995-1997 гг. облигационные займы были осуществлены в 10 регионах на общую сумму 222 млн. гривень.

К этому же периоду относятся и две эмиссии муниципальных облигаций в Автономной Республике Крым. Первая из них осуществлялась в соответствии с Постановлением Правительства АРК № 194 от 25 июня 1996 года «О выпуске облигаций республиканского займа». Из предусмотренного эмиссионного объема в 5 млн. гривень (500 млрд. карбованцев) при номинальной стоимости ценной бумаги - 100 гривень (10 000 000 крб.) было размещено облигаций на общую сумму 3 245 500 гривень. Условиями выпуска были предусмотрены сроки погашения облигаций - 91, 182, 273 дня и один год с поквартальной выплатой доходов из расчета 60 процентов годовых. К концу 1997 года все ценные бумаги были погашены.

Несколько иная ситуация сложилась со второй эмиссией, решение о которой было принято Советом Министров 26 августа 1996 года. Объем выпуска составил 120 млн. гривень при ожидаемом ежемесячном доходе от размещения – 600 тыс. гривень. Все облигации были размещены на условиях их погашения через один год с выплатой дохода по плавающей ставке, определяемой ежемесячно, но не ниже 70 процентов от учетной ставки Национального банка. Учитывая согласие инвесторов, имеющих в собственности облигации республиканского займа 1996 года, срок их обращения был продлен до 2000 года. Однако на сегодняшний день складывается ситуация, когда вследствие ряда причин, среди которых можно назвать необоснованно высокую доходность по облигациям, в результате чего может быть значительно снижена сумма процентов, которая реально будет выплачена инвесторам по сравнению с обещанной, общую кризисную ситуацию в экономике, различные злоупотребления на финансовом рынке и другие, крымские облигации оказались под угрозой непогашения.

К сожалению, Крым не единственный регион Украины, где местные облигации пребывают под такой угрозой, что вызывает необходимость обратиться к одной из главных проблем современного рынка муниципальных облигаций - проблеме защиты прав инвесторов.

Нужно отметить, что в большинстве случаев одной из причин, способствующих нарушению прав и законных интересов вкладчиков в ценные бумаги, является незнание инвесторами порой элементарных правил и норм, регулирующих порядок выпуска и обращения фондовых ценностей. Особо остро данный вопрос стоит именно на рынке муниципальных облигаций, поскольку все условия эмиссии и обращения определяются (хотя и в соответствии с действующим законодательством) исключительно самим эмитентом, что придает соглашению на первичное размещение данного вида ценных бумаг характер договора-присоединения. Именно поэтому инвестор должен обладать максимальной информацией об эмитенте, его финансовом состоянии, предыдущих эмиссиях, экономическом обосновании, а также основных условиях предполагаемого выпуска местных облигаций. Вся указанная информация должна быть отражена в проспекте эмиссии, подготавливаемом эмитентом и регистрируемом, согласно Положению о порядке выпуска и обращения облигаций местных займов от 13 октября 1997 г., в Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку.

В некоторых западных странах публикация проспекта эмиссии муниципальных ценных бумаг сопровождается публикацией заключений независимых аудиторской и юридической фирм, которые гарантируют законность выпуска, его соответствие действующему законодательству, проверяют технико-экономическое обоснование, а также иные данные, указанные эмитентом. В случае последующего обнаружения недостоверности или неполноты представленной информации, они совместно с органом самоуправления, принявшим решение о проведении эмиссии местных облигаций, несут финансовую ответственность перед инвесторами. Все это позволяет в значительной степени повысить уровень достоверности и полноты публикуемой информации и предоставить определенные гарантии надежности выпускаемых фондовых ценностей.

На стадии размещения выпускаемых облигаций инвесторам должно быть гарантировано соблюдение основного принципа фондового рынка - принципа добровольной подписки на ценные бумаги. Однако, как показала практика, данный принцип не всегда соблюдается. Так, в период проведения массовой приватизации распространение акций приватизируемых предприятий нередко осуществлялось среди их работников за счет сумм невыплаченной заработной платы. На рынке муниципальных облигаций наиболее уязвимыми в данном вопросе могут стать работники коммунальных предприятий и организаций, находящиеся в административном подчинении у органов самоуправления. Поэтому одной из главных задач государственного контроля должно стать недопущение подобного рода нарушений со стороны местных органов, поскольку это будет прямо противоречить не только законодательству в сфере муниципальных займов, но и Основному Закону государства – Конституции, закрепляющей право каждого на получение заработной платы за свой труд.

В современных условиях особое место на рынке местных облигационных займов занимает проблема защиты имущественных прав инвесторов, поскольку именно они несут основной риск потери вложенных средств.

В развитых зарубежных странах эта проблема давно получила свое законодательное закрепление. Так, например, в 1970 году в Соединенных Штатах и в 1986 году в Великобритании были приняты законы, в основу которых было положено требование, согласно которому профессиональные участники фондового рынка в случае банкротства финансовых посредников, а также невозможности выполнения торговцами ценными бумагами своих обязательств, обязаны производить в пользу инвесторов компенсационные выплаты.

Еще одним направлением в сфере защиты имущественных прав облигационеров, широко используемым в

экономически развитых странах Запада, является страхование погашения муниципальных ценных бумаг, а также их обеспечение банковской гарантией.

Договора со страховыми компаниями могут заключаться как самими инвесторами, так и эмитентами, на весь объем эмиссии или на отдельные пакеты. Это в значительной мере способствует повышению рейтинга местных облигаций и, следовательно, повышает заинтересованность потенциальных вкладчиков, желающих приобрести ценные бумаги на вторичном рынке.

На практике правила страхования базируются на анализе кредитоспособности конкретного эмитента, а также на исследовании невыполненных обязательств по иным кредитным операциям. Страховые компании по желанию страхователя могут заключить договор страхования как на весь объем эмиссии, так и на отдельные пакеты. При этом, в отличие от банковской гарантии, предоставляемой исключительно по облигациям, выпускаемым под общее обеспечение, к страхованию допускаются и облигации под доход от финансируемого проекта, что в значительной степени влияет на выбор инвестором способа обеспечения местных ценных бумаг.

В Украине сегодня отсутствует единый нормативный акт, который бы регулировал отношения в сфере защиты имущественных прав инвесторов. Отдельные нормы содержатся в различных нормативных актах: Гражданском кодексе Украины, Законах «О ценных бумагах и фондовой бирже», «О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине», «О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине», а также нормативных документах Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку. Однако этого явно не достаточно для того, чтобы инвестор чувствовал себя максимально защищенным и был заинтересован во вложении своих средств в ценные бумаги.

Все же в 1998 году Президентом Украины была предпринята попытка создания такого нормативного акта. Подготовленный им проект Указа «О фонде защиты граждан-инвесторов на фондовом рынке» предполагал создание за счет взносов финансовых посредников централизованного фонда, чьей задачей являлось бы осуществление компенсационных выплат гражданам-инвесторам, потерявшим свои средства вследствие ликвидации или банкротства участников, разъяснение вкладчикам через средства массовой информации их прав и порядка реализации и защиты этих прав, а также консультационное обслуживание инвесторов. Данный нормативный акт мог бы позволить решить многие проблемные вопросы, связанные с охраной имущественных интересов инвесторов. Однако по ряду причин он не был одобрен Верховной Радой и не вступил в законную силу. Поэтому имущественные права облигационеров сегодня могут быть защищены исключительно на основе применения норм гражданского права.

Таким образом, более детальное законодательное закрепление принципов защиты прав и интересов инвесторов, а также повышение их информированности об основных правилах фондового рынка, будут во многом способствовать развитию института муниципальных облигационных займов и благоприятно влиять на общий инвестиционный климат регионов.

Государственный контроль на рынке местных долговых ценных бумаг должен осуществляться с привлечением не только специализированного органа, каким является Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку, но и органов финансового контроля, а также правоохранительных органов. Только такой комплексный контроль со стороны государства позволит гарантировать облигационерам законность и относительную безопасность вложений.

### **Литература**

1. Конституция Украины. - К., 1996.
2. Конституция Автономной Республики Крым. - Симферополь, 1998.
3. Положение о порядке выпуска и обращения облигаций местных займов, утвержденное решением ГКЦБФР от 28.07.1998г. с изменениями и дополнениями // Урядовий кур'єр, № 242 - 243, 1998.
4. Барановский О. Муніципальні облігаційні позики: світовий досвід // Цінні папери України, № 28 - 31, 1999.
5. Ільницький Д. Емісія облігацій місцевої позики як засіб фінансування створення вільних економічних зон // Цінні папери України, № 20, 1999.
6. Мудрик Н.О. Національна система муніципальних позик. // Фінанси України, № 2, 1999.
7. Пісна Т.М. Місцеві позики: становлення і проблеми. // Фінанси України, № 4, 2000.