

SKANDINAVIŠKASIS SAVIVALDYBIŲ OBLIGACIJŲ IŠLEIDIMO MODELIS – LIETUVOS GALIMYBIŲ ĮVERTINIMAS

Gerda Žigienė

Vilniaus universitetas, Kauno humanitarinis fakultetas

Anotacija

Globalūs valdymo struktūrų decentralizacijos procesai sąlygoja vadybinių veiklų pasiskirstymą tarp centrinės valdžios ir vietos savivaldos institucijų, dalies valdymo funkcijų perdavimą savivaldybėms. Tai lemia valdymo funkcijų finansavimo pokyčius. Atitinkami vietinės savivaldos vadybiniai sprendimai gali sudaryti prielaidas savivaldybei, kaip skolos vertybinių popierių emitentui, lygiomis sąlygomis su valstybe dalyvauti kapitalo rinkose, taip sumažinant skolinimosi sąnaudas, plečiant savivaldybės ekonominį savarankiškumą.

Savivaldybių obligacijų išleidimo vadybinių procedūrų neapibrėžtumas, neadekvati įstatyminė bazė, nepakankamos ir neišsamios savivaldybių administracijos atstovų žinios apie šį finansinį instrumentą ir jo panaudojimo galimybes neleidžia Lietuvos savivaldybėms naudotis kreditinių lėšų pirkimu emituojant savivaldybių obligacijas.

Savivaldybių obligacijos paprastai išleidžiamos pagal „amerikietiška“ modelį, kuomet savivaldybė prisiima emitento funkcijas, ir „skandinavišką“, kai savivaldybių obligacijų emitentas yra ne pati savivaldybė, o savivaldybių kreditavimo institucija. Skandinaviškojo modelio veikimo principai nėra išsamiai analizuojami mokslinėje literatūroje. Šio straipsnio tikslas – ištirti „skandinaviškojo“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelį emitentas–savivaldybių kreditavimo institucija, pateikti modelio veikimo principus ir hipotetines tokio modelio veikimo Lietuvoje prielaidas.

Pagrindiniai žodžiai: viešieji finansai, viešojo ekonomika, savivaldybių obligacijos.

Įvadas

Straipsnio mokslinė problema, naujumas ir aktualumas. Pasaulyje vykstantys viešųjų finansų decentralizacijos procesai sąlygoja valdymo funkcijų finansavimo pokyčius: globalizacijos kontekste vietos savivaldos institucijoms atsivėrė plačios galimybės naudoti įvairius finansavimo instrumentus, tarp kurių ir kreditinių lėšų pritraukimas išleidžiant skolos vertybinius popierius – savivaldybių obligacijas. Tačiau be savivaldybių obligacijų išleidimo to nedariusiose šalyse neapibrėžtumo ir neadekvačios įstatyminės bazės,

susiduriama su siauromis teorinėmis žiniomis apie šį finansinį instrumentą, jo išleidimo modelius ir prielaidas. Todėl ypač svarbu šią informaciją įsisavinti teoriiniame lygmenyje.

Tyrimo objektas – savivaldybių obligacijų išleidimo modeliai.

Atskirus savivaldybių obligacijų emisijos proceso etapus aprašo ir emisijos dalyvių funkcijas nagrinėja Simonsen, Robbins (1996), Simonsen, Larry (1998), Kurish, Tigue (1993), Kinney (1990), Nuveen Research (1997), *Euromoney Publications* (1997, 2001), *Bond Market Association* (1990). Detaliai savivaldybių obligacijų išleidimo metodologiją Rusijos Federacijoje yra pateikęs Баринов (1999), o *Rekonstrukcijos ir plėtros bankas* kartu su Kolumbijos universiteto mokslininkais, plėtodami pasaulinės kapitalo rinkų vystymo savivaldų lygmeniu programą, parengė mokomąją medžiagą savivaldybėms apie naujų finansinių instrumentų panaudojimą regionų plėtrai finansuoti (*International bank for Reconstruction and Development*, 1999). Tačiau pastarosios metodologijos tik iš dalies pritaikytinos Lietuvos sąlygomis, nes Баринов metodologija atitinka Rusijos vertybinių popierių rinkos ir savivaldybių ekonominės būklės situaciją, o *Rekonstrukcijos ir plėtros banko* paruošta medžiaga pritaikyta Pietų Amerikos regionų besivystančių šalių savivaldybėms.

Savivaldybių obligacijos paprastai išleidžiamos pagal 2 modelius: vadinamąjį „amerikietiška“, kai savivaldybė prisiima emitento funkcijas, ir „skandinavišką“, kuomet savivaldybių obligacijų emitentas yra ne pati savivaldybė, o savivaldybių kreditavimo institucija. Modelių veikimo principai nėra išsamiai analizuojami mokslinėje literatūroje. Šio straipsnio **tikslas** – palyginti „amerikietiška“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelį emitentas–savivaldybė su „skandinavišku“ savivaldybių obligacijų išleidimo modeliu emitentas–savivaldybių kreditavimo institucija, pateikti modelio veikimo principus ir hipotetines tokio modelio veikimo Lietuvoje prielaidas.

Tyrimo uždaviniai:

1. Išanalizuoti savivaldybių obligacijų kaip alternatyvaus finansinio instrumento sampratą.

2. Palyginti du pagrindinius savivaldybių obligacijų išleidimo modelius, jų savybes ir skirtumus.
3. Pateikti „skandinaviškojo“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelio pritaikymo Lietuvoje prielaidas.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė, atvejo analizė.

Savivaldybių obligacijų kaip alternatyvaus skolos instrumento samprata

Savivaldybių obligacijas JAV Municipalinių vertybinių popierių cirkuliacijos teisinio reglamentavimo taryba apibrėžia kaip *obligacijų leidėjo išipareigojimą išmokėti pagrindinę sumą nustatytu laiku kartu su nustatyta palūkanų norma*. Pagrindiniai bruožai, skiriantys savivaldybių obligacijas nuo kitų ūkio subjektų obligacijų, yra šie:

- aukštesnis nei bankų ar įmonių obligacijų patikimumas;
- žemesnės nei bankų ar įmonių obligacijų palūkanų normos;
- palūkanų pajamos paprastai neapmokestinamos pajamų mokesčiu.

Skolinimasis tėra vienas savivaldybės poreikių finansavimo būdų. Tačiau savivaldybė dėl konkretaus projekto finansavimo, priėmusi sprendimą skolintis, turėtų apsvarstyti ir rasti tinkamiausią skolinimosi būdą. Vienas būdas yra skolintis iš regioninio ar nacionalinio banko. Alternatyva jam – tai išleisti obligacijas vietinėje arba tarptautinėje kapitalo rinkoje (Fortune, 1995).

Ilgesnis paskolos terminas nei banke – vienas pagrindinių argumentų už obligacijų išleidimą (Forrester, Mullins, 1992; Gerasimos, Clifford, 1999), padedantis sumažinti biudžeto riziką lemiančią savivaldybių finansinį stabilumą (Petersen, McLoughlin, 1991). Obligacijų rinkos taip pat gali suteikti pigesnių finansavimo šaltinių nei vietinių bankų paskolos. Tačiau naudojimasis obligacijų rinkų šaltiniais sukelia rizikos valdymo būtinybę. Pvz., esant situacijai, kai palūkanos mažesnės obligacijoms užsienio nei nacionaline valiuta, pirmuoju atveju iškyla valiutų kursų svyravimo rizika. Tokios rizikos eliminavimui turi teigiama įtaka bendros euro valiutos įvedimas. Kita problema ta, kad obligacijų rinkos nėra vienodai atviros visiems emitentams. Didesnės ir labiau žinomos savivaldybės sėkmingiau išleidžia obligacijas nei mažiau žinomi vietinės valdžios subjektai (Hildreth, 1993).

Nepaisant rizikos ir apribojimų tiek tarptautinė, tiek nacionalinė obligacijų rinkos teikia privalumų (*International bank for Reconstruction and Development*, 1999). Pirma, suteikiamas papildomas finansavimo šaltinis, pritraukiantis nemažai rinkos dalyvių:

nuo individualių investuotojų iki pensijų bei savitarpio pagalbos fondų. Tai sąlygoja šalies vertybinių popierių rinkos plėtrą. Antra, pigesnis kreditinių lėšų pirkimas. Šiuo atveju skirtumas paprastai būna tarp pirmosios ir vėlesnių obligacijų emisijų: pirmosios savivaldybių obligacijų emisijos išleidimo organizavimas reikalauja didesnių išlaidų nei tolesnės emisijos. Trečia, emitentų ir investuotojų santykiai sąlygoja skaidresnes finansines operacijas ir atskleidžia emitento finansinę būklę. Tuo tarpu savivaldybei, tiesiogiai derantis su banku, visuomenė neinformuojama apie paskolų sąlygas ir tikslus.

Pastebėta, kad pirmosios šalies savivaldybės, nusprendusios išleisti obligacijas, veiksmi dažnai grindžiami spontaniškumu. Jie orientuoti į politinius veiksmus, susijusius su savivaldybės bandymais gauti centrinės valdžios leidimą obligacijų emisijai. Tai akivaizdžiai rodo gilesnės savivaldybių obligacijų išleidimo analizės, racionalių makroekonominių sprendimų pagrindimo bei mokslinių studijų trūkumą.

Savivaldybių obligacijų išleidimo organizavimo modelių „Emitentas–savivaldybė“ ir „Emitentas–savivaldybių kreditavimo institucija“ lyginamoji analizė

Pirmoji savivalda, pasinaudojusi savivaldybių obligacijomis metropolitenos rekonstrukcijai finansuoti 1856 m., buvo Čikagos municipalitetas JAV (Miller, 1991, p. 56). Savivaldybių obligacijų emitentas buvo pati savivaldybė ir toks jų išleidimo modelis, literatūroje vadinamas „amerikietiškuoju“ dėl atsiradimo geografijos (Davis, Meyer, 1983, p. 316) buvo taikomas iki 1899 m., kai susikūrė Danijos savivaldybių kreditavimo institucija *KommuneKredit*. Danijoje buvo pasinaudota kitu savivaldybių obligacijų išleidimo principu („skandinaviškuoju“), kai obligacijų emitentas yra ne pati savivaldybė, bet savivaldybių kreditavimo institucija. Skirtingai nuo „skandinaviškojo“ modelio, kurio pavadinimas atspindi jo pritaikymo geografiją, „amerikietiškas“ naudojamas ne tik JAV, bet savivaldybėms išleidžiant obligacijas ir Europos šalyse (Standard & Poor's, 2000, p. 21) ir Rusijoje (Бариннов, 1997; Намцаева, 2001, p. 68–69).

Savivaldybė, emituojanti obligacijas pagal „amerikietiškojo“ modelį, pati sprendžia apie obligacijų emisijos išleidimą ir organizuoja emisijos procesą. Tačiau emisijos proceso vykdymui yra pasitelkiami kiti emisijos dalyviai, atliekantys įvairias funkcijas.

Nuodugnus obligacijų emisijos proceso supratimas padeda įvertinti modelio veikimo principus ir apima savivaldybių obligacijų emisijos dalyvių funkcijų supratimą ir nagrinėjimą. Svarbu suprasti, kad emisijos dalyvių funkcijos gali skirtis, priklausomai nuo obligacijų tipo ir jų platinimo metodo. Be to, kai kurių emisijos proceso dalyvių (pvz., investicinių bankų ir

finansinių patarėjų) pareigos gali dubliuotis, todėl savivaldybei svarbu konkrečiai jas išskirti, suplanuoti ir paskirstyti sudarinėjant sutartis, ypač jei emisija platinama pirmą kartą.

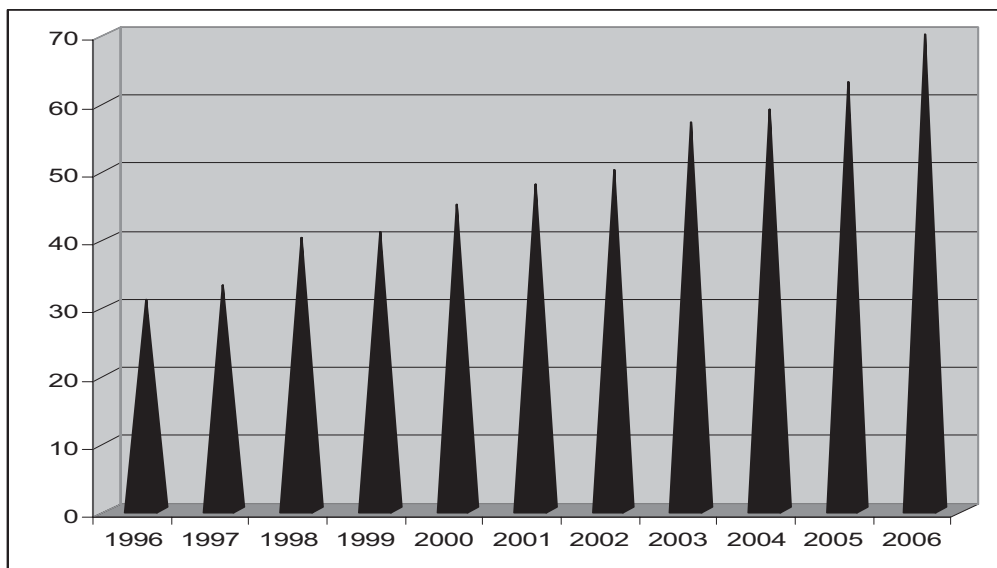
Kai kuriose Europos šalyse (Danijoje, Norvegijoje, Suomijoje, Švedijoje) taikomas „skandinaviškasis“ obligacijų emisijos modelis. „Skandinaviškojo“ modelio esmė – savivaldybių kreditavimo institucijos kūrimas. Šios institucijos narės yra savivaldybės, kurioms reikalingi kreditiniai ištekliai, todėl ji atlieka dvi pagrindines funkcijas:

- skolinasi savo vardu išleisdama municipalines obligacijas;
- paskirsto skolintas lėšas tarp savivaldybių-narių pagal poreikius ir plėtros projektus.

„Skandinaviškasis“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelis taikomas šiose šalyse su tokiais kreditavimo institucijų pavadinimais, pvz., Danijoje – *KommuneKredit*. Tai viena seniausių pasaulyje savivaldos kreditavimo institucijų, vykdančių savo veiklą daugiau nei 100 m. Šiai organizacijai priklauso visos Danijos savivaldybės, solidariai atsakingos už visus organizacijos išpareigojimus. (*KommuneKredit statute*, 1898). Suomijoje Municipality Finance PLC – savivaldybių finansavimo agentūra, kurios nariai beveik visos Suomijos savivaldybės, atsakančios už išskolinimus bendrai įsteigtu rezervų fondu. Municipality Finance PLC užima 50 proc. savivaldybių skolų rinkos ir yra didžiausias savivaldybių skolintojas šalyje (*Kuntarahoitus Municipality Finance*). Švedijoje *Kommuneinvest i Sverige AB* yra pagrindinis savivaldybių skolintojas, vienijantis 121 savivaldybę ir 3 apygardas, kurios už skolas atsako taip pat solidaria at-

sakomybe. *Kommuneinvest* įkurtas 1986 m., siekiant sumažinti savivaldybių skolinimosi sąnaudas (*Kommuninvest i Sverige AB*). Norvegijoje *Kommunalbanken Norway* veikla skiriasi nuo Danijos, Suomijos ir Švedijos savivaldybių kreditavimo institucijų, nes jokia Norvegijos savivaldybė negali atsakyti už kitos savivaldybės skolas, kaip tai buvo anksčiau išvardytose šalyse. Savivaldybių skolas, skirtingai nuo kitų Europos šalių, garantuoja Norvegijos Vyriausybė, kuriai priklauso 80 proc. *Kommunalbanken Norway* akcijų, likusią dalį – valdo savivaldybėms priklausanti paskolų draudimo kompanija. Tokia savivaldybių kreditavimo institucijos nuosavybės struktūra kreditoriams tinkama ir įvertinta aukščiausiais tarptautinio kredito reitingais (*Kommunalbanken Norway*).

Šių institucijų struktūra, veiklos principai ir atliekamos funkcijos yra identiškos, todėl toliau bus nagrinėjamas Danijos *KommuneKredit*, kaip seniausios savivaldybių kreditavimo institucijos, vykdomas savivaldybių kreditavimo modelis. *KommuneKredit* buvo įsteigta Danijos Parlamento aktu nr. 35 1898 m. kovo 19 d. 1899 m. Danijos vidaus ministerija patvirtino *KommuneKredit* kaip finansinės institucijos įsteigimą. *KommuneKredit* tikslas – teikti paskolas Danijos savivaldos institucijoms, kurių grąžinimą jos visiškai garantuoja. *KommuneKredit* užima apie 70 proc. Danijos savivaldybių finansavimo rinkos (žr. 1 pav.), likusi dalis tenka komerciniams šalies bankams. Tokią didelę rinkos dalį sąlygoja mažos skolinimosi sąnaudos savivaldybėms, tarpininkaujant šiai organizacijai. Savivaldybės besiskolindamos atskirai gautų žemesnius kredito reitingus, todėl skolintis kapitalo rinkoje būtų brangiau.



1 pav. Danijos savivaldybių kreditavimo institucijos *KommuneKredit* užimama savivaldybių finansavimo rinkos dalis, proc.

Šaltinis: *Kommunekredit* tyrimo duomenys, 2006.

KommuneKredit skolinasi vidaus (skolos VP registruojami Kopenhagos vertybinių popierių biržoje) ir užsienio (Europos, Japonijos) kapitalo rinkose, vėliau perskolina gautas lėšas Danijos savivaldos institucijoms, kurioms yra reikalingas kreditinis finansavimas. KommuneKredit paskolų vietinėje Danijos ir tarptautinėse rinkose struktūra rodo pastaraisiais metais didėjančią skolinimosi tarptautinėse rinkose tendenciją. KommuneKredit narės yra savivaldos institucijos – savivaldybės ir apskritys, kurios yra pasiskolinusios lėšų arba gavusios garantijas iš KommuneKredit. Šiuo metu KommuneKredit narės yra visos Danijos apygardos ir savivaldybės, o tai neabejotinai rodo šios organizacijos veiklos efektyvumą ir reikalingumą. Visi KommuneKredit nariai solidariai atsako už KommuneKredit įsipareigojimus trečiajam šaliai, tačiau nuo KommuneKredit įsteigimo XIX a. pabaigoje nebuvo nė vienos negražintos ar nuostolingos paskolos.

KommuneKredit skolina tik toms savivaldybėms, kurios suteikia paskolų gražinimo garantijas. Paėmusi paskolą savivaldybė arba apskritis tampa KommuneKredit nare ir taip pat solidariai atsako už visas KommuneKredit išduotas paskolas. KommuneKredit veikia kaip normali akcinė bendrovė ar fondas, kurio tikslas – kiek įmanoma pigesnėmis sąnaudomis pritraukti finansines lėšas ir vėliau jas perskolinti Danijos savivaldos institucijoms. Kaip ir bet kuris fondas ar bendrovė, KommuneKredit turi ir valdymo organus – tarybą ir valdybą. KommuneKredit tarybą sudaro 10 narių, kuriuos renka savivaldybės KommuneKredit narės. Ne mažiau kaip 2 iš 10 narių turi būti apskričių pasiūlyti kandidatai. KommuneKredit taryba skiria valdybą, kuri tvarko visus pagrindinius, su KommuneKredit veikla susijusius klausimus: kredito reitingų gavimas ir palaikymas, skolinimosi organizavimas ir vykdymas vidaus ir užsienio rinkose, skolintų lėšų perskolinimas ir kiti einamieji klausimai.

KommuneKredit įstatų 18 punktas numato, kad institucija gali skolintis pinigus išleisdama skolos vertybinių popierių emisijas. Savivaldybė, skolindamasi lėšas iš KommuneKredit, privalo sumokėti tarybos nustatytą paskolos išdavimo ir skolos aptarnavimo mokestį.

Pakankamai įdomiai yra sutvarkytas ir reglamentuotas KommuneKredit pinigų srautų valdymas. KommuneKredit įstatatai numato, kad KommuneKredit gali skolintis tik tiek lėšų, koks yra tų metų skolinimosi poreikis. KommuneKredit įstatatai ir kiti norminiai

aktai, reglamentuojantys KommuneKredit veiklą, nenumato laisvų piniginių lėšų valdymo galimybes, t. y. investavimo į kitus finansinius instrumentus. Tai vienas pagrindinių skirtumų nuo miestų, kurie savarankiškai išleidžia skolos vertybinių popierių emisijas, kadangi tuo atveju gali būti sudaromi net keli fondai, kuriuos valdo profesionalūs brokeriai, investuodami laikinai laisvas lėšas į žemos rizikos finansinius instrumentus, taip išvengdami gana nemažų nuostolių.

Funkciniu požiūriu KommuneKredit ir kitos Skandinavijos šalių savivaldybių kreditavimo institucijos savivaldybių obligacijų emisijos formavimo procese atlieka tokias funkcijas:

- Skolinimosi. Skolinasi lėšas, išleisdama skolos vertybinius popierius vidaus ir užsienio rinkose.
- Skolinimo. Perskolina pasiskolintas lėšas Danijos savivaldybėms pagal iš anksto parengtus projektus.
- Finansų patarėjo.
- Teisininko. KommuneKredit dirba teisininkai, apbruojantys paskolos sutartis ir ruošiantys obligacijų emisijos dokumentus, derinantys teisinę bazę su obligacijų platintojų ir investuotojų teisininkais.

Atlikto tyrimo metu siekta išsiaiškinti, kokias finansų patarėjo ir teisininkų funkcijas atlieka KommuneKredit. Søren Høgenhaven, KommuneKredit paskolų skyriaus darbuotojo, duomenimis, savivaldybių kreditavimo institucija atlieka išvardytas funkcijas. Funkcijų skirstymas, kaip ir nagrinėjant „amerikietiškojo“ savivaldybių obligacijų modelio emisijos dalyvių funkcijas, remiantis Jerome McKinney (McKinney, 1990, p. 198), pateiktas 1 lent.

Kaip matome iš 1 lent., „skandinaviškojo“ savivaldybių obligacijų išleidimo atveju finansų patarėjo funkcijas dalijasi municipalitetas su savivaldybių kreditavimo institucija. „Amerikietiškojo“ modelio atveju visas išvardytas funkcijas atlieka emitento sandomas kiekvienai emisijai finansų patarėjas arba, tiesioginio sandorio atveju, emisijos platintojo vaidmenį atliekanti finansinė institucija. Jeigu emituojant obligacijas pagal „amerikietišką“ modelį finansų patarėjo funkcijos priklauso nuo emisijos platinimo būdo, tai „skandinaviškojo“ modelio atveju tokios priklausomybės nėra, kadangi Danijoje skolintis išleidžiant obligacijas KommuneKredit gali tik viešojo platinimo būdu (tokios pačios sąlygos galioja ir kitose, „skandinaviškąjį“ modelį taikančiose šalyse).

„Amerikietiškojo“ modelio finansų patarėjo funkcijų pasiskirstymas emituojant savivaldybių obligacijas pagal „skandinaviškąjį“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelį

Finansų patarėjo funkcijos („amerikietiškojo“ savivaldybių obligacijų modelio atveju)	Funkcijų vykdytojai („skandinaviškojo“ savivaldybių obligacijų modelio atveju)
FINANSINIS PLANAVIMAS:	
Finansavimo ir skolos krypčių nustatymas	municipalitetai
Einamosios skolos struktūros analizė	municipalitetai
Būsimos skolos dydžio ir struktūros analizė	municipalitetai ir KommuneKredit
Kapitalo panaudojimo apžvalga	municipalitetai
Ilgalaikės reitingavimo strategijos kūrimas	KommuneKredit
Finansinių alternatyvų nustatymas	KommuneKredit
Skolos valdymo planavimas	KommuneKredit
SKOLOS VALDYMO IR EMISIJOS FORMAVIMO PASLAUGOS:	
Finansinio plano formavimas ir pristatymas	KommuneKredit
Skolos struktūros alternatyvų analizė	KommuneKredit
Obligacijų platinimo būdo nustatymas	Danijoje leidžiamas tik viešojo platinimo būdas, todėl alternatyvių pasirinkimų niekas nenagrinėja
Pagalba emitentui pasirenkant darbo grupės narius ir emisijos dalyvius	KommuneKredit
Finansavimo terminų nustatymas	KommuneKredit
Finansinių dokumentų ruošimas	KommuneKredit
Rinkodaros plano kūrimas	KommuneKredit
Pristatymo reitingų agentūrai kūrimas	KommuneKredit
Asistavimas derinant ir nustatant obligacijų kainą	KommuneKredit
KONKRETAUS INVESTICIJŲ PLANO VYKDYMO KONSULTACINĖS PASLAUGOS:	
Investavimo politikos kūrimas	municipalitetas
Dokumentacijos rinkimas	municipalitetas ir KommuneKredit
Piniginių išteklių valdymas	municipalitetas ir KommuneKredit

Palyginus du savivaldybių obligacijų išleidimo modelius – „amerikietiškąjį“ ir „skandinaviškąjį“, naudojamus savivaldybių leidžiant skolos vertybiniu

popierius, galima išskirti pagrindinius bruožus, apibūdinančius šiuos du modelius ir jų skirtumus, kurie pateikti 2 lent.

„Amerikietiškojo“ ir „skandinaviškojo“ savivaldybių išleidimo modelių bruožai

„Amerikietiškas“ savivaldybių išleidimo modelis	Bruožai	„Skandinaviškasis“ savivaldybių išleidimo modelis
JAV	Atsiradimo geografija	Danija
JAV Europa (išskyrus Skandinaviją) Rusija Japonija	Pritaikymo geografija	Skandinavijos šalys: Danija Suomija Švedija Norvegija
	Emisijos dalyvių funkcijų atlikimas:	
Emitentas – pati savivaldybė ar kitas vietos savivaldos subjektas	Emitento funkcija	Emitentas – savivaldybių kreditavimo institucija, kurios narės yra savivaldybės, tarp savęs pasiskirstančios kreditinius išteklius
Finansų patarėjas	Finansų patarėjo funkcija	Savivaldybė ir savivaldybių kreditavimo institucija
Samdomi teisininkai	Teisininko funkcija	Savivaldybių kreditavimo institucijoje dirbantys teisininkai
Emisijos platintojas	Emisijos platintojo funkcija	Savivaldybių kreditavimo institucija arba emisijos platintojas
Viešasis platinimas arba tiesioginis sandoris	Obligacijų platinimo būdo pasirinkimo galimybė	Tik viešasis platinimas
Savivaldos organai garantuoja savo turtu arba projekto ar biudžeto pajamomis	Obligacijų išpirkimo garantijos investuotojams	Visos savivaldybės, priklausančios savivaldybių kreditavimo institucijai garantuoja visu savo turtu

2 lent. susisteminta informacija rodo pagrindinius skirtumus tarp dviejų savivaldybių obligacijų išleidimo modelių.

„Skandinaviškojo“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelio taikymo Lietuvoje hipotetinės priedėjos

2001 m. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarime nr. 110 numatyta, kad savivaldybės gali skolinti tiesiogiai iš vidaus ir užsienio kreditorių. 1998 m. Vyriausybės nutarime buvo detalizuojama, kad savivaldybės gali skolintis iš šalies komercinių bankų arba kreiptis į specialiai tam įsteigtą savivaldybių kreditavimo instituciją. Šiuo metu Lietuvoje nėra įsteigtos specialios savivaldybių kreditavimo institucijos, o savivaldybės dažniausia skolinasi iš šalies komercinių bankų. Šiame straipsnyje jau nagrinėta speciali savivaldybių kreditavimo institucija KommuneKredit, labai sėkmingai veikianti Danijoje jau nuo XIX a. pabaigos. Analogiškos institucijos yra įsteigtos ir veikia Suomijoje, Norvegijoje, Švedijoje. Yra teoriška galimybė steigti tokią instituciją ir mūsų šalyje.

Tai galėtų būti „Lietuvos savivaldybių finansavimo bendrovė“ (LSFB), kurios akcininkės galėtų būti Lietuvos miestų savivaldybės. Tik savivaldybės, kurios istoriškai yra patikimi skolininkai, galėtų būti šios bendrovės akcininkės. LSFB akcinis kapitalas būtų didinamas tiek esamų bendrovės akcininkų sąskaita, tiek naujų narių – savivaldybių, kurios formavimo procese būtų priimtos į bendrovę, sąskaita. Balsavimo teisė LSFB priklausytų nuo turimo akcijų skaičiaus ir iš bendrovės pasiskolintos sumos.

LSFB skirtusi nuo paprastos akcinės bendrovės: savivaldybės-bendrovės akcininkės būtų solidariai atsakingos bendrovės kreditoriams, net ir tuo atveju, jeigu jos nebūtų paėmusios paskolų iš bendrovės. Solidari savivaldybių atsakomybė bendrovės kreditoriams gerokai padidina bendrovės kaip kreditoriaus patikimumą ir sumažina bendrovės skolinimosi išlaidas.

LSFB galėtų skolinti lėšas tik savivaldybėms-akcininkėms ir tų savivaldybių įmonėms. Vienos savivaldybės per vienerius metus iš LSFB pasiskolinta suma negalėtų viršyti Vyriausybės nustatyto savivaldybės metinių biudžeto pajamų limito. Savivaldybės įmonėms, įstaigoms ir organizacijoms suteiktos paskolos, būtų traktuojamos kaip savivaldybei suteiktos paskolos.

LSFB valdymo organai galėtų būti Taryba ir valdyba. LSFB tarybą rinktų akcininkų susirinkimas iš savivaldybių pasiūlytų narių, o išrinkta taryba skirtų LSFB valdybos narius.

LSFB galėtų skolintis išleisdama obligacijų emisijas vietinėje rinkoje ir užsienyje. Norint sėkmingai išleisti tarptautinę emisiją bendrovei reikalingas tarptautinis kredito reitingas. Įsteigus bendrovę, taryba kreiptųsi į tarptautinę kredito reitingų organizaciją

ir atliktų visus reikalingus veiksmus, reitingo suteikimui.

Sprendimą dėl obligacijų išleidimo ir jų parametru priimtą bendrovės taryba. Bendrovės valdyba paruoštų ir įregistruotų obligacijų išleidimo prospektą Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijoje ir Lietuvos centriniam vertybinių popierių depozitoriume. Vietinės emisijos obligacijos būtų platinamos per vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkus Nacionalinėje vertybinių popierių biržoje pagal biržos nustatytas taisykles.

Iš obligacijų sukauptos lėšos būtų paskirstomos savivaldybėms-akcininkams. Bendrovės valdyba būtų atsakinga už tinkamą laikinai laisvų bendrovės lėšų valdymą. Tačiau tokios organizacijos steigimas reikalautų atskiro įstatymo, nes pagal šiuo metu galiojančią įstatyminę bazę tokios bendrovės veikla Lietuvos Respublikoje neturi teisinio pagrindimo. LSFB turi akcinės bendrovės ir tikrosios ūkinės bendrijos bruožų (solidari akcininkų atsakomybė). Akivaizdu, kad atsiradus tokiai bendrovei Lietuvos savivaldybėms būtų lengviau ir pigiau skolintis lėšas kapitalo rinkoje leidžiant obligacijų emisijas. Tačiau pirmiausia savivaldybės skolinimosi kapitalo rinkoje patirtį turėtų sukaupti išleisdamos savivaldybių obligacijų emisijas atskirai. Taip būtų sukurta kiekvienos savivaldybės kredito istorija, kuri galėtų būti vienas priėmimo į Savivaldybių finansavimo bendrovę kriterijų. Tačiau kol nėra tinkamos įstatyminės bazės ir nuolatinės savivaldybių iniciatyvos, sunku tikėtis tokios bendrovės įsteigimo Lietuvoje artimiausiu metu.

Išvados

Šalies narystė ES, spartėjantys globalizacijos ir decentralizacijos procesai lemia Centrinės ir Rytų Europos savivaldybių veiklos modernizavimą. Finansinių lėšų pritraukimas išleidžiant savivaldybių obligacijas suteiktų savivaldybėms didesnio savarankiškumo ir lygiaverčio konkuravimo pasaulio finansų rinkose galimybę.

Teorijos ir Vakarų šalių praktikos parodė, kad savivaldybės, pirmosios šalyje pradėjusios tokį procesą, stokoja gilesnių teorinių tyrimų, taip susiaurinant visavertiško pasirinkimo ir racionalaus sprendimo galimybes, todėl prieš pradėdant panašius procesus, būtina teoriniame lygmenyje išanalizuoti įvairių savivaldybių obligacijų išleidimo modelių privalumus ir trūkumus.

Straipsnyje nagrinėjamas „skandinaviškasis“ savivaldybių obligacijų išleidimo modelis skiriasi nuo tradicinio „amerikietiškojo“, kad „skandinaviškojo“ modelio atveju savivaldybių obligacijų emitentas ne pati savivaldybė, bet savivaldybių kreditavimo institucija, kurios pagrindinės funkcijos – pritraukti kuo pigesnes kreditines lėšas, siekiant sumažinti savivaldybių skolinimosi sąnaudas.

Prielaidos rodo, kad norint taikyti „skandinavišką“ modelį Lietuvoje, reikėtų politinės valios ir atitinkamos teisinės bazės. „Amerikietiško“ modelį patogiau rinktis didelėms savivaldybėms, kurios pajėgios užtikrinti savo kreditingumą. Kita vertus, politiniai aspektai, dėl kurių savivaldybės negali vienyti pritraukiant kreditinius išteklius ir juos tarp savęs paskirstant, taip pat svarbus veiksnys. Hipotetiškai vertinant situaciją, netgi toje pačioje šalyje, esant adekvačiai įstatyminei bazei, būtų galima taikyti abu modelius, kai didžiosios šalies savivaldybės emituoja obligacijų emisiją pačios, o mažosios jungiasi į savivaldybių kreditavimo instituciją, taip užtikrinančios pigesnius finansinius išteklius ir patrauklumą investuotojams.

Literatūra

- Bailey, K. (1987). *Methods of Social Research*. N. Y.
- Bond Market Association. (1990). *Fundamentals of Municipal Bonds*. New York: PSA.
- Euromoney (1997). *International Bond Markets*. International Kapital Markets workbook series London: DC Gardner.
- Euromoney Publications. (2001). *Global Bond Markets: A Multimedia Training and Information Guide to the World of Fixed Income Securities*. CD-ROM. London: PLC.
- Davis, R. J., Meyer, Ch. W. (1983). *Principles of Public Finance*. New York – Prentice Hall, Inc.
- Forrester, J. P., Mullins, D. R. (1992). Rebudgeting: The Serial Nature of Municipal Budgetary Processes. *Public Administration Review*, No. 52.
- Fortune, P. (1995). Issues in Finance: Municipal Bonds and the Distribution of Income. *New England Economic Review* (Winter).
- Gerasimos, A. G., Clifford, P. Mc. (1999). *Local government Budgeting: a managerial approach*. Westport, London.
- Hildreth, B. W. (1993). State and Local Governments as Borrowers: Strategic Choices and the Capital Markets. *Public Administration Review*, Vol. 53. No. 1
- International bank for Reconstruction and Development. (1999). *Credit Ratings and Bonds Issuing at the Subnational Level*. Training Manual.
- Kommunalbanken Norway. Kommunalbanken Financial Information. [interaktyvus] [žiūrėta 2002-09-05]. Prieiga per internetą: <<http://www.kommunalbanken.no/>>.
- KommuneKredit statute*. (1898). Kopenhagen: KommuneKredit.
- Kommuninvest i Sverige AB. Kommuninvest Financial information. [interaktyvus] [žiūrėta 2003-01-13]. Prieiga per internetą: <<http://www.english.kommuninvest.se/>>.
- Kuntarahoitus Municipality Finance. Municipality Finance Plc. Annual Report – 2002. [interaktyvus] [žiūrėta 2003-02-24]. Prieiga per internetą <<http://www.kuntarahoitus.fi/annualreport/2002/>>.
- Kurish, J. B., Tigue, P., (1993). *An Elected Official's Guide to Debt Issuance*. Chicago: Government Finance Officers Association.
- McKinney, J. (1990). *Effective Financial Management in Public and Nonprofit Agencies*, 2nd ed. Westport, Connecticut: Quorum books.
- Miller, G. J. (1991). *Government Financial Management*. New York: Marcel Dekker.
- Nuveen Research. (1997). *An Issuer's Guide: Municipal Bonds and the Tax-Exempt Market*.
- Petersen, J. E. and McLoughlin, T. (1991). *Debt Policies and Procedures*. Local Government Finance Concepts and Practices. Government Finance Officers Association.
- Simonsen, W., B., Larry, H. (1998). Municipal Bond Issuance: Is there Evidence of a Principal-Agent Problem? *Public Budgeting and Finance*, Vol. 18, No. 4.
- Simonsen, W., B., Robbins, M. D. (1996). Does it Make Any Difference Anymore? Competitive versus Negotiated Municipal Bond Issuance. *Public Administration Review*, Vol. 56.
- Standard & Poor's. (2000). *Credit Week*. London: Author.
- Баринов, В. Т. (1997). *Муниципальные облигации. Выпуск и размещение*. Москва: Русская деловая литература.
- Кыверялг, А. (1980). *Методы исследования в профессиональной педагогике*. Таллин.
- Крымский, С. Б. (Отв. Ред.). (1990). *Экспертные оценки в социологических исследованиях*. Киев.
- Намсараева, Е. М. (2001). Управление рисками, возникающими в процессе организации субфедеральных и муниципальных облигаций. *Финансы*, 9, 68–69.

„Scandinavian“ Model of Municipal Bond Issuing – Evaluation of Lithuania Potential

Summary

Decentralization of management structures occurring worldwide results in relocation of management activities between the central power and local municipal institutions, and transferring apart management functions to local governments. This, in turn, brings about changes in financing of management functions: municipalities in western countries began using various financing tools, including raising credit finances through issuing local municipal bonds.

Laxity of the management procedures related to issuing municipal bonds, inadequate legal base as well as a lack of theoretical knowledge on this financial tool and its issuing models prevent Lithuanian local governments from buying credit finances through issuing municipal bonds.

The first local government that used municipal bonds for the reconstruction of the Metropolitan in 1856 was Chicago municipality. The issuer of municipal bonds was the municipality itself, and such model of issuing in literature is called “American”. It was applied until 1899, when the Danish municipality crediting institution – KommuneKredit – was established. In Denmark, a different principle of the issuing of municipal bonds (the “Scandinavian” model) was used, where the issuer of the bonds is not the municipality, but the municipality crediting institution. Differently from the “Scandinavian” model, whose name reflects its geographical distribution, the “American” model is used not only in the US, but also in Europe.

There are two main models of issuing municipal bonds: “American”, when the issuer is the municipality itself and the “Scandinavian”, when issuer is municipality crediting institution.

Analysis of the two municipal bond issuing models – the “American” and the “Scandinavian” – allows identification of the main features typical of these models. There is no comparison of the “American” and the “Scandinavian” models presented in scientific literature, but in countries that are planning on issuing municipal bonds for the first time, adaptability of various alternatives in a concrete situation should be analyzed.

The “American” model is more convenient for the municipalities that are large administrative units capable of ensuring their solvency. On the other hand, political aspects due to which municipalities cannot unite for raising and distribution of credit finances also play an important role. Theoretically, even in the same country, in the presence of an adequate legal base, the both models could be applied,

i.e. when large municipalities issue bonds themselves, and smaller ones unite into a municipal crediting institution to ensure cheaper credit and desirability to investors. However, there is no such practice in the world so far.

The aim of this paper is to propose assumptions of creating a model of management procedures of issuing municipal bonds in Lithuania based on the “Scandinavian” municipal bonds issuing model.

In some European countries, e.g. Denmark, Norway, Finland, and Sweden, a different model of municipal borrowing through issuing bonds is applied. This model is called “Scandinavian” and is typical only of northern European regions.

The essence of the “Scandinavian” model is creation of a municipal crediting institution. The members of this institution are municipalities that need credit resources. Thus this institution performs two main functions:

Borrows in its name through issuing municipal bonds;

Distributes the borrowed finances among municipalities-members according to their needs and development projects.

The structure, principles of activity, and functions of municipality crediting institutions in the Nordic countries are similar, and therefore this study analyzes the activity and the crediting model of Danish KommuneKredit as the oldest municipality crediting institution.

The presented premises for the application of the “Scandinavian” model in Lithuania allowed for theoretical evaluation of the possibilities of a municipal crediting institution in Lithuania. However, as long as there is no appropriate normative basis and continuous initiative on behalf of the municipalities, there is hardly any possibility for the establishment of such enterprise in Lithuania in the nearest future.

Evaluation of foreign experience and premises in Lithuania from a management approach allowed for modeling possible solutions related to municipal bond issuing in Lithuania. Practical application of these solutions would enable Lithuanian municipalities employ the new financial tool and compete in the common European market on equal terms with foreign municipalities for credit resources for regional development financing.

Keywords: Public Finance, Public Economy, Municipal Bonds.