

Dawid Dawidowicz, Julia Klimek*

**FUNDUSZ INWESTYCJI SAMORZĄDOWYCH FIZAN
SZANSĄ NA FINANSOWANIE
INWESTYCJI SAMORZĄDOWYCH?**

Streszczenie

Jednym z głównych wyzwań JST jest ich wysokie zadłużenie oraz duże potrzeby kapitałowe w celu finansowania inwestycji realizowanych w JST w nowej perspektywie finansowej na lata 2014–2020. Powstały w 2015 roku Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN daje szansę na częściowe rozwiązanie tego problemu, szczególnie ze względu na organizację tego funduszu. Celem artykułu była ocena możliwości wsparcia finansowego JST przez Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN.

Słowa kluczowe: Fundusz Inwestycji Samorządowych, jednostki samorządu terytorialnego, finansowanie jednostek samorządu terytorialnego, zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Wprowadzenie

Jednym z największych problemów, przed którymi stanęły jednostki samorządu terytorialnego w 2015 roku i przed którym znajdują się w kolejnych latach, jest ich wysokie zadłużenie oraz problem braku środków własnych na realizację projektów współfinansowanych ze środków UE w nowej perspektywie finansowej

* Dawid Dawidowicz, dr, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie, Wydział Ekonomiczny, e-mail: dawid.dawidowicz@zut.edu.pl; Julia Klimek, mgr, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, e-mail: julia.klimek@wzieu.pl.

na lata 2014–2020. Dotychczasowe możliwości pozyskania środków na wkład własny w postaci emisji obligacji lub zaciągania kredytów zostały silnie ograniczone, co wynika z regulacji ustawowych i aktualnej sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego (JST). Jedną z interesujących możliwości częściowego rozwiązania tego problemu jest utworzenie przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BGK SA kilku funduszy inwestycyjnych, w tym Funduszu Inwestycji Samorządowych „Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych” (Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN).

Celem artykułu jest próba wstępnej oceny możliwości wsparcia finansowego JST przez Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN.

1. Przyczyny problemu

Nadmierne zadłużenie państw dotyczy wielu krajów Unii Europejskiej, w tym także Polski. Zadłużenie jest problemem nie tylko budżetu centralnego, ale także budżetów JST. Problem jest o tyle bardziej złożony, że Polska ma przed sobą szansę pozyskania środków pochodzących z Unii Europejskiej na realizację szeregu inwestycji, szczególnie o charakterze infrastrukturalnym, co zapewnia rozwój poszczególnym regionom i co jest szczególnie istotne dla JST. Tymczasem wprowadzenie przez władze centralne nowych dopuszczalnych limitów zadłużenia JST ogranicza możliwości pozyskania przez nie kapitałów na modernizację środków trwałych lub realizację nowych inwestycji. Mimo wielu pomysłów na formułę nowego wskaźnika zadłużenia¹ dla JST od 2014 roku został wprowadzony indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ). Jednak jeszcze przed jego obowiązywaniem był on krytykowany² za szereg wad. Wśród najistotniejszych można wymienić: uniemożliwienie zadłużania się tym jednostkom, które nie osiągnęły nadwyżki bieżącej, wywieranie presji na JST, aby sprzedawać majątek w celu poprawienia zdolności obsługi długu, bazowanie nowego wskaźnika na danych historycznych, nie odzwierciedlających aktualnej sytuacji finansowej JST ani sytuacji prognozowanej, ograniczenie możliwości wykorzystania przez

¹ Zob.: D. Walczak, M.B. Pietrzak, *Dopuszczalne zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego jako istotna determinanta ich prawidłowego funkcjonowania*, Zeszyty Naukowe SGGW, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej nr 91, Warszawa 2011, s. 165–176.

² Zob.: K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski, *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, „Analizy BAS” 2012, nr 21 (88), s. 1–6.

JST dofinansowania zadań inwestycyjnych środkami Unii Europejskiej i innymi dotacjami³.

Dotychczasowe zwiększenie zadłużenia JST wynikało z chęci poprawy sytuacji w zakresie infrastruktury w samorządach. Ponadto z roku na rok władze centralne nakładały na JST nowe obowiązki i zadania przy ograniczonym wsparciu finansowym tych zadań.

Problem zadłużenia JST w Polsce nie jest nowy. Silny wzrost zadłużenia nastąpił już w 2000 roku. Dynamika zadłużenia z roku na rok rosła. Wynikało to ze stosunkowo niskiego zadłużenia samorządów w tym okresie i stosunkowo szybkiego wzrostu zadłużenia w latach kolejnych⁴. W wyniku pogłębiającego się zadłużenia, które dobrze zostało opisane w literaturze przedmiotu⁵, został wprowadzony IWZ. Głównym zamierzeniem ustawodawcy, podobnie jak wprowadzanie innych restrykcji i ograniczeń JST⁶, było ograniczenie ryzyka bankructwa, w tym wypadku poszczególnych JST. Obawy te nie były bezpodstawne zważywszy na dane dotyczące wskaźnika długu do rocznego dochodu samorządu we wrześniu 2014 roku, który dla najbardziej zadłużonych województw wyniósł odpowiednio: dla województwa mazowieckiego 73,40%, dla województwa łódzkiego 58,70%, dla województwa opolskiego 49,23%. Wartości wskaźnika dla najbardziej zadłużonych powiatów były następujące: powiat tucholski 72,20%, powiat wałecki 70,31%, powiat łaski 63,39%. Wśród miast wojewódzkich najwyższymi wartościami wskaźnika długu do rocznego dochodu charakteryzowały się: Toruń 86,30%, dalej Bydgoszcz 72,40% i Poznań 69,41%.

Jednak największe problemy z zadłużeniem mają gminy wiejskie, gdzie wartości analizowanego wskaźnika dla niektórych gmin wynoszą ponad 100%. Największe wartości IWZ odnotowano w gminach: Rewal 259%, Ostrowice 142,67% oraz Rudka 98,99%⁷. Warto dodać, że w marcu 2015 roku wartość wskaźnika długu do rocznego dochodu dla gminy Ostrowice wyniosła ponad

³ M. Korolewska, K. Marchewka-Bartkowiak, *Zadłużenie miast na prawach powiatu i województw w świetle badania ankietowego*, Analizy, Biuro Analiz Sejmowych 2011, nr 13 (57), s. 7.

⁴ G. Gołębiowski, *Dług jednostek samorządu terytorialnego*, w: *Polityka finansowa Polski wobec aktualnych i przyszłych wyzwań*, red. J. Kulawik, E. Mazurkiewicz, t. II, WSE, Warszawa 2005, s. 1.

⁵ Zob.: M. Jastrzębska, *Finanse jednostek samorządu terytorialnego*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2012, 194–212.

⁶ Zob.: M. Dylewski, B. Filipiak, *Finansowanie samorządowego długu publicznego – instrumenty i skutki ich zastosowania*, w: *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia*, Vol. XLVII, 3, Sectio H, Lublin 2013, s. 129–141.

⁷ www.portalsamorzadowy.pl/prawo-i-finance/najbardziej-zadluzone-samorzady-kto-na-czele,63218.html (15.06.2015).

340%, w następstwie czego gmina jako pierwsza w Polsce może zostać zlikwidowana z przyczyn ekonomicznych.

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów deficyt gmin w 2014 roku wyniósł 610,3 mln zł, miast na prawach powiatów 1234,2 mln zł, a województw 215,4 mln zł. Tylko powiaty odnotowały nadwyżkę finansową w wysokości 10,6 mln zł⁸.

2. Wysokość zadłużenia a możliwości pozyskania środków finansowych przez JST

Wprowadzenie nowego wskaźnika w zakresie zadłużania się JST z jednej strony ogranicza ryzyko ich bankructwa, z drugiej strony równie skutecznie ogranicza szanse dalszego szybkiego rozwoju tych JST, które chciałyby wykorzystać środki pochodzące z Unii Europejskiej do zwiększenia swojej konkurencyjności i poprawy warunków infrastrukturalnych i społecznych. Jest to problem istotny ze względu na to, że Unia Europejska przyznała Polsce znaczące środki w nowej perspektywie finansowej. Ponadto JST mają już bogate doświadczenie w pozyskiwaniu środków unijnych i wykorzystują je w coraz bardziej efektywny sposób. Pozyskanie środków unijnych uwarunkowane jest posiadaniem wkładu własnego przez JST, a możliwości jego zwiększania są znacznie już ograniczone. JST poza dochodami własnymi finansują się głównie kredytami bankowymi lub emisją obligacji. Wzrost zadłużenia silnie ogranicza pozyskanie środków z tych źródeł i zwiększa koszty pozyskania kapitału. Dlatego zarówno JST, jak i władze centralne szukają sposobu na likwidację tego problemu w taki sposób, aby JST mogły pozyskać środki na wkład własny przy jednoczesnym ograniczeniu ich zadłużenia. Kluczowy w tym zakresie jest sposób, w jaki definiuje się dług JST, oraz to, czy jego poszczególne składowe są lub nie są zaliczane do sektora finansów publicznych. W tabeli 1 zawarto sposób ujęcia długu publicznego według kryteriów prawodawstwa polskiego oraz regulacji unijnych.

⁸ [www.finanse.mf.gov.pl/budzet-panstwa/finanse-samorzadow/komunikaty/-/asset_publisher/5Ikj/content/wedlug-wstepnych-danych-deficyt-jednostek-samorzadu-terytorialnego-w-2014-r-wyniosl-2-049-mln-zl?redirect=http%3A%2F%2Fwww.finanse.mf.gov.pl%2Fbudzet-panstwa%2Ffinanse-samorzadow%2Fkomunikaty%3Fp_p_id%3D101_INSTANCE_5Ikj%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnormal%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-2%26p_p_col_count%3D1#p_p_id_101_INSTANCE_5Ikj_ \(14.06.2015\).](http://www.finanse.mf.gov.pl/budzet-panstwa/finanse-samorzadow/komunikaty/-/asset_publisher/5Ikj/content/wedlug-wstepnych-danych-deficyt-jednostek-samorzadu-terytorialnego-w-2014-r-wyniosl-2-049-mln-zl?redirect=http%3A%2F%2Fwww.finanse.mf.gov.pl%2Fbudzet-panstwa%2Ffinanse-samorzadow%2Fkomunikaty%3Fp_p_id%3D101_INSTANCE_5Ikj%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnormal%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-2%26p_p_col_count%3D1#p_p_id_101_INSTANCE_5Ikj_ (14.06.2015).)

Tabela 1

Ujęcie długu publicznego w wymiarze krajowym i unijnym

Regulacje polskie	Regulacje unijne
Państwowy dług publiczny	Dług sektora <i>general government</i>
Zakres sektora finansów publicznych	
Ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych. Fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK) nie są zaliczane do sektora finansów publicznych.	Zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek. Fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK) są zaliczane do sektora <i>general government</i> .
Tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
Papiery wartościowe opiewające na wartości pieniądza (poza papierami udziałowymi); kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona); przyjęte depozyty; zobowiązania wymagalne.	Papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych; pożyczki (definicja szersza niż w ujęciu polskim); gotówka i depozyty.
Różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji	
Zobowiązanie wymagalne.	Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora <i>general government</i> .
Dług potencjalny: różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB	
Nie jest uwzględniany.	Ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia długu).

Źródło: K. Brzozowska, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj, M. Kogut-Jaworska, M. Ziolo, *Gospodarka finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013, s. 139.

Na podstawie danych zawartych w tabeli 1 można stwierdzić, że sposób ujęcia długu publicznego w prawodawstwie polskim różni się od tego określonego w prawodawstwie unijnym. Taki stan powoduje, iż w nowej perspektywie finansowej 2014–2020 samorzady szczególną uwagę zwracają na właściwe zarządzanie długiem, które ma na celu jego optymalizację.

W tym zakresie nowe plany inwestycyjne JST porównuje się z danymi zawartymi w Wieloletnich Prognozach Finansowych (WPF), które stanowią narzędzie

efektywnego zarządzania środkami publicznymi, gdyż obejmują informację dotyczącą długiego okresu w zakresie dochodów, wydatków, zadłużenia, wyniku operacyjnego oraz wolnych środków finansowych⁹. Jednak głównym problemem JST jest efektywne zarządzanie długiem samorządowym rozumianym jako zaspokojenie popytu na pieniądź zgłaszanego przez JST, szczególnie na te zadania, na które brak jest pokrycia ze środków JST¹⁰.

Powstanie nowego funduszu ma umożliwić JST łatwiejsze zarządzanie długiem samorządowym, szczególnie ze względu na to, że na podstawie informacji zawartych w tabeli 1 można stwierdzić, że środki uzyskane przez JST z Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN nie będą zaliczane do sektora finansów publicznych według prawodawstwa polskiego.

Zważywszy na nowe regulacje w zakresie zadłużania oraz wyzwania związane z maksymalnym wykorzystaniem środków unijnych dostępnych w nowej perspektywie, samorządy otrzymują narzędzie, które mogą wykorzystać do zwiększenia puli środków własnych niezbędnych przy realizacji inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej.

3. Organizacja działalności Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN

Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN powstał w ramach programu rządowego „Inwestycje Polskie”. Program został ogłoszony 12 października 2012 roku, a jego głównym celem jest utrzymanie dynamiki inwestycji infrastrukturalnych charakteryzujących się długim horyzontem inwestycyjnym i długoterminowym zaangażowaniem kapitałowym¹¹.

W tym zakresie utworzono Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BGK SA, którego założycielem został Bank Gospodarstwa Krajowego SA (BGK SA). Warto zaznaczyć, że BGK SA aktywnie uczestniczy na rynku i wspomaga działalność sektora finansów publicznych. Wśród funduszy celowych utworzonych w Banku Gospodarstwa Krajowego działających na rzecz JST można wymienić m.in. Fundusz Kolejowy, Krajowy Fundusz Drogowy oraz były: Krajowy Fundusz Mieszkaniowy czy Fundusz Rozwoju Inwestycji Komunalnych.

⁹ Zob.: K. Brzozowska, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj, M. Kogut-Jaworska, M. Ziolo, *Gospodarka finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013, s. 166 i n.

¹⁰ Zob.: D.A. Hałaburda, *Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w świetle nowych regulacji prawnych*, w: Zeszyty Naukowe SGGW, *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* nr 91, Warszawa 2011, s. 155.

¹¹ Zob.: www.bgk.com.pl/program-inwestycje-polskie (14.07.2015).

Powstanie TFI BGK SA jest nową jakością na rynku, a powstanie funduszy w ramach tego towarzystwa – nowym rynkowym podejściem do wsparcia sektora JST.

TFI BGK SA powstało w sierpniu 2014 roku. W tym samym miesiącu powstał pierwszy fundusz tego towarzystwa. Jednak dopiero w 2015 roku powstał Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN. Wykaz funduszy inwestycyjnych powstałych w ramach BGK TFI SA zawarto w tabeli 2.

Tabela 2

Wykaz funduszy inwestycyjnych utworzonych przez BGK TFI SA

Nazwa funduszu	Data rejestracji w sądzie
Fundusz Ekspansji Zagranicznej – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	25.05.2015
Fundusz Inwestycji Infrastrukturalnych – Dłużny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2.07.2015
Fundusz Inwestycji Infrastrukturalnych – Kapitałowy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2.07.2015
Fundusz Inwestycji Polskich Przedsiębiorstw – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2.07.2015
Fundusz Inwestycji Samorządowych – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2.07.2015
Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Nieruchomości ARP	8.05.2015
Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Spółek ARP	8.05.2015
Fundusz Sektora Mieszkań na Wynajem – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	26.08.2014

Źródło: www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (14.06.2015).

Wśród utworzonych funduszy najbardziej skierowanym do JST jest właśnie Fundusz Inwestycji Samorządowych „Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych”.

Środki na wpłatę do funduszy pochodzą z wkładów Banku Gospodarstwa Krajowego SA oraz Polskich Inwestycji Rozwojowych SA (PIR SA), jednak w praktyce pochodzą z przeniesienia udziałów Skarbu Państwa w spółkach giełdowych, takich jak PKO BP SA, PGE SA, PZU SA, do PIR SA oraz BGK SA,

a także z prywatyzacji przedsiębiorstw, z dywidend otrzymywanych ze spółek oraz ze sprzedaży akcji spółek publicznych¹².

Celem nieustawowym Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN będzie wzrost dostępności finansowania kapitałowego dla inwestycji realizowanych przez samorządy w ramach nowej perspektywy finansowej 2014–2020¹³. Ma to pozwolić zwiększyć wykorzystanie puli środków przyznanych Polsce przez Unię Europejską. Ze względu na to, że do czasu opracowania artykułu nie upubliczniono ani statutu, ani polityki inwestycyjnej funduszu, można przypuszczać, że ustawowym celem funduszu będzie wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat. Organizację Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN przedstawiono na rysunku 1.

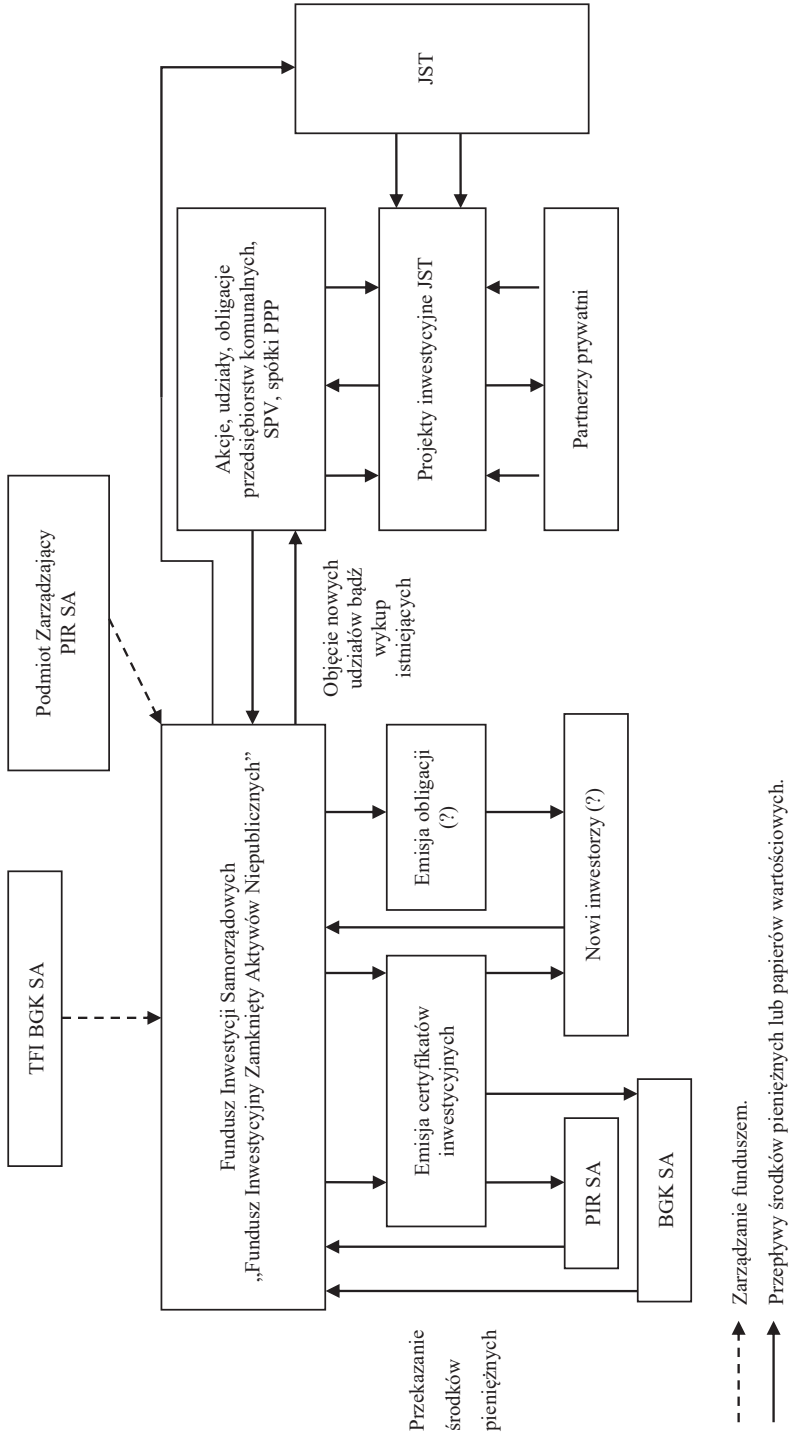
Polityka inwestycyjna funduszu będzie koncentrować się na inwestowaniu na krajowym rynku wyłącznie w papiery wartościowe – akcje (udziały), obligacje podmiotów (spółek) komunalnych realizujących różne zadania JST lub nowo tworzonych spółek realizujących inwestycje samorządowe. Fundusz będzie inwestował „w sektorach: wodociągowo-kanalizacyjnym, ciepłowniczym, gospodarki odpadami, lotnisk regionalnych, obiektów infrastruktury sportowej, infrastruktury wspierającej biznes, infrastruktury miejskiej, transportu miejskiego, kolejowych przewozów regionalnych, infrastruktury drogowej oraz infrastruktury społecznej”¹⁴. Jednym z ciekawych założeń nowego funduszu jest udzielanie podporządkowanego finansowania dłużnego (pożyczki, obligacje) spółkom komunalnym, spółkom celowym. Ponadto, co istotne, fundusz może przyczynić się do zwiększenia rozwoju modelu partnerstwa publiczno prywatnego (PPP), gdyż ze wstępnych zapowiedzi dopuszcza się realizację projektów właśnie w tej formule przez podporządkowane finansowanie także spółek zorganizowanych w formie partnerstwa publiczno-prywatnego. Jest to o tyle istotne, że PPP wciąż pozostaje niewykorzystane w praktyce przez JST. Być może działalność funduszu wpłynie na likwidację głównej bariery rozwoju PPP¹⁵, jaką jest brak wiedzy na temat tej formuły wśród pracowników JST, lub wypracuje z czasem wspólne procedury w tym zakresie.

¹² Zob.: www.parkiet.com/artykul/1433611-PIR-napedzi-podaz-akcji-z-portfela-Skarbu.html (15.07.2015).

¹³ Zob.: <https://tfibgk.com.pl/blog/na-mocy-podpisanej-umowy-miedzy-bgk-pir-i-tfi-bgk-powstana-cztery-fundusze-inwestycyjne> (15.07.2015).

¹⁴ <https://tfibgk.com.pl/fundusz-inwestycji-samorzadowych-fizan> (16.07.2015).

¹⁵ Zob.: K. Brzozowska, *Partnerstwo Publiczno Prywatne w Europie – cele, uwarunkowania, efekty*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 227.



Rysunek 1. Schemat organizacyjny działalności Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN

Źródło: opracowanie własne.

Nieznane są kryteria doboru lokat oraz zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne, które będą stosowane przez fundusz, brak jest także informacji, czy fundusz będzie zaciągał na realizację swojego celu kredyty lub pożyczki.

Czas zaangażowania w jedno przedsięwzięcie będzie wynosił maksymalnie 20 lat. Czas, na jaki fundusz został utworzony, wynosi 25 lat¹⁶.

Zgodnie ze wstępnymi założeniami w jedno przedsięwzięcie fundusz będzie angażował od 10 mln do 120 mln zł¹⁷. Początkowa wartość aktywów funduszu wyniesie 600 mln zł, co oznacza, iż we wstępnej fazie działalności funduszu istnieje możliwość realizacji od 5 do 60 różnych projektów przy aktualnej początkowej wartości aktywów. W skali potrzeb finansowych JST jest to wartość stosunkowo niska, dlatego można założyć, że Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN będzie dokonywał kolejnych emisji certyfikatów w przyszłości, aby zwiększyć wartość aktywów funduszu i współfinansować większą liczbę inwestycji JST. Nieznane są metody i zasady dokonywania wyceny aktywów funduszu, w związku tym trudno jest wskazać na częstotliwość wyceny certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

Mimo iż nieznane są dokładniejsze kryteria lokat, można założyć, iż ze względu na to, że fundusz powstał w ramach BGK TFI SA, będzie opierał się na zasadach rynkowych. Jego działalność jest regulowana ustawą o funduszach inwestycyjnych. Zgodnie z ustawą fundusze inwestycyjne prowadzą działalność, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego¹⁸. Może to przełożyć się na ograniczenie lokowania środków w podmiotach w gminach o trudnej sytuacji finansowej. Jednak nie musi tak być, gdyż lokata może być uzależniona także od innych czynników, m.in. od rodzaju inwestycji, która ma być realizowana w JST, od współpracy innych podmiotów, od udzielonych gwarancji, poręczeń, długości horyzontu inwestycyjnego itp.

Współfinansowanie projektów inwestycyjnych realizowanych przez JST najprawdopodobniej wymusi na funduszu emisję kolejnych certyfikatów inwestycyjnych lub emisję obligacji. Otwierają się przy tym nowe możliwości pozyskania kapitału ze względu na to, iż fundusz taki może charakteryzować się wysokim

¹⁶ www.pir.pl/download/FIS/2015_07_13_Fundusz_Inwestycji_Samorzadowych_lipiec%202015_long.pdf (16.07.2015).

¹⁷ Zob.: www.pir.pl/pl/fundusz-infrastruktury-samorzadowej (16.07.2015).

¹⁸ Zob.: Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2014 r., DzU z 2014 r., nr 146, poz. 1546, art. 3, ust. 3.

ratingiem. Emisja obligacji przez fundusz mogłaby być alternatywnym i tańszym sposobem finansowania inwestycji JST niż emisja obligacji przez poszczególne JST. Jest to o tyle istotne, iż pozwalałoby sfinansować inwestycje w gminach, które ze względu na trudną sytuację finansową nie mogą emitować obligacji lub zaciągać kolejnych kredytów. Emisja obligacji przez fundusz byłaby tańsza, co zmniejszyłoby koszty pozyskania kapitału przez daną JST. Należy pamiętać, iż wraz z lokowaniem środków całość lub część ryzyka inwestycji zostaje przeniesiona bezpośrednio na fundusz oraz pośrednio na uczestników funduszu. Zatem warunkiem skuteczności takiego rozwiązania jest lokowanie środków w inwestycje efektywne z punktu widzenia ekonomicznego. Emisja obligacji przez fundusz i ich sprzedaż na rynku kapitałowym miałyby dodatkową zaletę braku konieczności wnoszenia dodatkowych środków do funduszu przez BGK SA oraz PIR SA. Jeżeli inwestycje funduszu faktycznie charakteryzowałyby się minimalną stopą zwrotu, to fundusz mógłby liczyć na pozyskanie środków od innych uczestników rynku kapitałowego. Ze względu na konstrukcję funduszu (fundusz zamknięty – co ogranicza liczbę uczestników funduszu) uczestnikami funduszu musiałyby być duże instytucje finansowe. W sytuacji permanentnego lokowania środków przez fundusz w inwestycje o wysokim prawdopodobieństwie niepowodzenia (podyktowane czynnikami pozaekonomicznymi) można oczekiwać, iż fundusz będzie finansowany wyłącznie przez BGK SA oraz PIR SA, co zmniejsza szansę na zwiększenie wykorzystania środków pochodzących z UE przez JST. Dodatkowo pozyskanie kapitału na wkład do funduszu wymusza na BGK SA oraz PIR SA sprzedaż posiadanych przez te podmioty aktywów w postaci akcji spółek Skarbu Państwa, co powoduje zmniejszenie wyceny tych spółek na rynku kapitałowym. Ponadto ma pejoratywny wpływ na wartość aktywów otwartych funduszy emerytalnych (które często posiadają w swoich portfelach znaczne ilości akcji spółek Skarbu Państwa). Dodatkowo powoduje to zmniejszenie zaangażowania Skarbu Państwa w wielu strategicznych spółkach akcyjnych. Kolejnym negatywnym wpływem byłoby zmniejszenie przyszłych dochodów BGK SA oraz PIR SA pochodzących z dywidend od posiadanych akcji spółek publicznych. Może to ograniczyć w przyszłości zwiększenie wpłat tych podmiotów do funduszu i tym samym ograniczenie współfinansowania inwestycji JST.

Wykorzystanie środków unijnych w nowej perspektywie powinno być zatem ukierunkowane na inwestycje, które przynoszą dochód do JST, a dopiero w dalszej kolejności na dokończenie niezbędnych inwestycji infrastrukturalnych bez efektu ekonomicznego.

Fundusz miałby także możliwość zaciągania kredytów i pożyczek na lepszych warunkach niż JST (szczególnie odnosi się to do JST, które pozostają w trudnej sytuacji finansowej).

W tabeli 3 zestawiono porównanie Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN z innymi funduszami działającymi na rynku.

Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN, podobnie jak inne fundusze inwestycyjne działające na rynku, będzie charakteryzował się ryzykiem inwestycyjnym związanym z realizowaną polityką inwestycyjną, gdyż zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje osiągnięcia zamierzonego celu inwestycyjnego¹⁹.

Fundusze aktywów niepublicznych mogą być tworzone jako fundusze inwestycyjne zamknięte lub jako specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, jeżeli stosują zasady i ograniczenia stawiane funduszom zamkniętym²⁰.

Formuła funduszu inwestycyjnego zamkniętego daje większe możliwości inwestycyjne takiego funduszu, ale może oznaczać także większe ryzyko inwestycyjne.

Nowy fundusz ma w sobie cechy innych funduszy działających na rynku (tab. 3), ale nie można jednoznacznie przyporządkować go do żadnego z nich.

Organizacja funduszu jest inna niż funduszy celowych, żaden z funduszy inwestycyjnych nie inwestuje wyłącznie w sektorze JST, tym bardziej w udziały lub akcje spółek niepublicznych działających w tym sektorze. Fundusz z jednej strony jest nieco podobny do tzw. funduszy majątkowych (z ang. *Sovereign Wealth Funds* – SWFs), pośrednio ze względu na źródło finansowania, jednak w przeciwieństwie do nich będzie lokował środki wyłącznie w kraju, a nie za granicą. Kolejną cechą Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN podobną do funduszy majątkowych może być ryzyko inwestycyjne. Ryzyko może być podobne do ryzyka funduszy majątkowych, które lokują środki w Europie Środkowo-Wschodniej i można je określić ogólnie jako średnie²¹. Pod względem celu inwestycyjnego fundusz będzie podobny do innych funduszy inwestycyjnych działających w Polsce. Co więcej, wybór jednego z trzech celów zapisanych

¹⁹ Zob.: Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2014 r., DzU z 2014 r., nr 146, poz. 1546, art. 19, ust. 2.

²⁰ Zob.: Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2014 r., DzU z 2014 r., nr 146, poz. 1546, art. 196, ust. 1.

²¹ Opinia własna na podstawie kategorii lokat funduszy majątkowych inwestujących w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, tj. głównie papiery wartościowe udziałowe i dłużne. Zob.: P. Wiśniewski, T. Kamiński, M. Obroniecki, *Sovereign Wealth Funds in Central and Eastern Europe: Scope and Methods of Financial Penetration*, „Financial Internet Quarterly «e-Finanse»” 2015, Vol. 11, nr 1, s. 16.

Tabela 3

Porównanie Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN do innych rodzajów funduszy

Wyszczególnienie	Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN	Fundusze inwestycyjne	Fundusze majątkowe	Otwarte fundusze emerytalne	Fundusze celowe
Źródło finansowania	BGK SA, PIR SA (środki pochodzące ze sprzedaży aktywów, m.in. akcji spółek publicznych), emisja obligacji, kredyty i pożyczki (?)	Środki prywatne wnoszone przez uczestników rynku kapitałowego, kredyty i pożyczki, w zależności od rodzaju funduszu emisja obligacji	Środki pochodzące z budżetu państwa ze sprzedaży surowców, prywatyzacji majątku skarbu państwa, podatków itp.	Środki prywatne wnieszone z obowiązkowych składek uczestników funduszu	Środki publiczne z budżetu (m.in. podatek akcyzowy, emisja papierów wartościowych).
Cel finansowania	Ekonomiczny, najprawdopodobniej wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat	Ekonomiczny, ochrona realnej wartości aktywów funduszu inwestycyjnego, osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu inwestycyjnego, wzrost wartości aktywów funduszu inwestycyjnego w wyniku wzrostu wartości lokat	Ekonomiczny, teoretycznie w uzasadnionych wypadkach może być także polityczny	Ekonomiczny, zabezpieczenie finansowe przyszłości uczestników, przez zapewnienie długookresowego realnego zwiększenia wartości zarządzanych aktywów	Ekonomiczny, społeczny.
Ryzyko inwestycyjne	W zależności od polityki inwestycyjnej, raczej średnie	W zależności od polityki inwestycyjnej, od niskiego do wysokiego	W zależności od polityki inwestycyjnej, średnie	Średnie, w praktyce od 2014 roku stosunkowo wysokie	Nie dotyczy
Rodzaj/typ funduszu	Fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych	Fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty	Fundusz majątkowy	Otwarty fundusz emerytalny	Fundusz celowy
Zakres geograficzny inwestycji	Krajowy	Praktycznie dowolny – krajowy, międzynarodowy, globalny	Przed wszystkim międzynarodowy	Krajowy, do 30% aktywów może być lokowane za granicą	Krajowy
Czas działalności funduszu	Czas ograniczony 25 lat	Może być nieograniczony lub ograniczony w zależności od rodzaju funduszu	Czas nieograniczony lub ograniczony	Czas nieograniczony	Czas ograniczony lub nieograniczony

Źródło: opracowanie własne.

w ustawie o funduszach inwestycyjnych powoduje, iż fundusz powinien dążyć przynajmniej do osiągnięcia dodatniej nominalnej stopy zwrotu. Co w naturalny sposób wymusza ograniczenie lokowania środków w aktywa nieefektywne ekonomicznie i upodabnia fundusz do innych funduszy działających na zasadach rynkowych.

Ważną cechą funduszu, charakterystyczną także dla innych funduszy, jest długoterminowa działalność funduszu, dzięki czemu może on współfinansować działalność inwestycyjną JST.

Podsumowanie

Powstanie Funduszu Inwestycji Samorządowych FIZAN stanowi odpowiedź na wzrastające zadłużenie JST i ich wzrastające zapotrzebowanie na środki finansowe w celu zwiększenia wykorzystania puli środków przyznanych Polsce przez Unię Europejską w nowej perspektywie finansowej 2014–2020. Nowy fundusz, działając w oparciu o ustawę o funduszach inwestycyjnych, ma szansę wspomóc finansowanie inwestycji w JST na zasadach rynkowych. Dotrzymanie tego warunku może skutkować tym, że ma on szansę być skutecznym źródłem współfinansowania inwestycji w długim horyzoncie czasowym, ale nie będzie współfinansował wszystkich rodzajów inwestycji, koncentrując się na tych efektywnych pod względem ekonomicznym. Pierwotna wartość środków wynosząca 600 mln zł jest zdecydowanie za niska w stosunku do potrzeb finansowych JST, jest jednak szansa na zwiększenie wartości aktywów przez kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych lub emisję obligacji, zaciąganie pożyczek lub kredytów. Dodatkową istotną zaletą powstałego funduszu jest szansa na zwiększenie rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego.

Literatura

- Brzozowska K., Gorzałczyńska-Koczkodaj M., Kogut-Jaworska M., Ziolo M., *Gospodarka finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013.
- Brzozowska K., *Partnerstwo publiczno-prywatne w Europie – cele, uwarunkowania, efekty*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2010.
- Dylewski M., Filipiak B., *Finansowanie samorządowego długu publicznego – instrumenty i skutki ich zastosowania*, w: *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia*, Vol. XLVII, 3, Sectio H, Lublin 2013.
- Gołębiowski G., *Dług jednostek samorządu terytorialnego*, w: *Polityka finansowa Polski wobec aktualnych i przyszłych wyzwań*, red. J. Kulawik, E. Mazurkiewicz, t. II, WSE, Warszawa 2005.
- Hałaburda D.A., *Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w świetle nowych regulacji prawnych*, w: *Zeszyty Naukowe SGGW, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* nr 91, Warszawa 2011.
- Jastrzębska M., *Finanse jednostek samorządu terytorialnego*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Korolewska M., Marchewka-Bartkowiak K., *Zadłużenie miast na prawach powiatu i województw w świetle badania ankietowego*, Analizy, Biuro Analiz Sejmowych 2011, nr 13 (57).
- Marchewka-Bartkowiak K., Wiśniewski M., *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, „Analizy BAS” 2012, nr 21 (88).
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2014 r., DzU z 2014 r., nr 146, poz. 1546.
- Walczak D., Pietrzak M.B., *Dopuszczalne zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego jako istotna determinanta ich prawidłowego funkcjonowania*, *Zeszyty Naukowe SGGW, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* nr 91, Warszawa 2011.
- Wiśniewski P., Kamiński T., Obroniecki M., *Sovereign Wealth Funds in Central and Eastern Europe: Scope and Methods of Financial Penetration*, „Financial Internet Quarterly «e-Finance»” 2015, Vol. 11, nr 1.
- tfibgk.com.pl.
- www.bgk.com.pl.
- www.finance.mf.gov.pl.
- www.knf.gov.pl.
- www.parkiet.com.
- www.pir.pl.
- www.portalsamorzadowy.pl.

FUNDUSZ INWESTYCJI SAMORZĄDOWYCH FIZAN AS A CHANCE TO FINANCE OF LOCAL GOVERNMENT INVESTMENT?

Summary

One of the main challenges of Local Government Units is their high debts and large capital needs to finance investments in the Local Government Units in the new financial perspective for 2014–2020. Created in 2015 Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN provides an opportunity for a partial solution this problem especially due to the organization of this fund. The aim of the article was to evaluate the possibility of financial support of investments in LGUs by the new Fundusz Inwestycji Samorządowych FIZAN.

Keywords: Fundusz Inwestycji Samorządowych, Local Government Units, financing of Local Government Units, debts of Local Government Units

Translated by Dawid Dawidowicz