

## FUNDUSZE INFRASTRUKTURALNE NA RYNKU INWESTYCJI TRANSPORTOWYCH

---

DATA PRZESŁANIA: 30.06.2016 | DATA AKCEPTACJI: 5.07.2016 | KODY JEL: G15, G23, R4, H4

### Krystyna Brzozowska

Uniwersytet Szczeciński  
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług  
e-mail: krystyna.brzozowska@wzieu.pl

#### STRESZCZENIE

Instrumentami dynamicznie zwiększającymi swój udział w ostatnim dwudziestoleciu na rynku projektów infrastrukturalnych są fundusze infrastrukturalne. Ich powstanie wywołało ożywione zainteresowanie taką formą inwestowania i wyjątkowo dynamiczny przyrost nowych funduszy. W przekroju sektorowym fundusze infrastrukturalne, mimo relatywnie krótkiego okresu aktywności, odgrywają znaczącą rolę w uzupełnianiu luki finansowej w strukturze finansowania projektów infrastruktury transportu. Szczególnie dużą rolę pełnią w finansowaniu wysoce kapitałochłonnej infrastruktury drogowej. Celem opracowania, o charakterze przyczynkowym, jest ocena rozwoju rynku funduszy infrastrukturalnych ze szczególnym naciskiem na inwestycje w infrastrukturę transportu.

#### SŁOWA KLUCZOWE

fundusze inwestycyjne, *private equity*, fundusze infrastrukturalne, infrastruktura transportu

---

### WPROWADZENIE

Transport jest wysoce kapitałochłonny, szczególnie w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Podstawowym źródłem finansowania inwestycji infrastruktury transportu są kredyty, najczęściej zorganizowane w formie konsorcjów udzielanych przez duże banki komercyjne lub multilateralne, jak – w Europie – Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju i Europejski Bank Inwestycyjny. W miarę rozwoju rynku kapitałowego rozwija się dynamicznie, szczególnie licząc od końca lat 90. ubiegłego stulecia, formuła prowadzenia i finansowania inwestycji z wykorzystaniem kapitału prywatnego w ramach szeroko rozumianego partnerstwa publiczno-prywatnego. Należy jednak zaznaczyć, że rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego nie zlikwidował problemów luki

finansowej, czyli niedoboru źródeł finansowania do uzyskania zamknięcia finansowego projektu inwestycyjnego.

Wzrost zapotrzebowania na inwestycje infrastrukturalne w transporcie – nowe, odtworzeniowe, modernizacyjne – powoduje, że tendencja do powiększania luki finansowej (kapitałowej) nie tylko utrzymuje się, ale wzrasta z uwagi na wysokie, zdaniem instytucji finansowych, ryzyko inwestycyjne wynikające z dużej wartości planowanych czy realizowanych projektów oraz długiego okresu zwrotu, niekiedy kalkulowanego na 40–50 lat.

W ostatnim dziesięcioleciu rozwinęły się, zapoczątkowane w Australii, specjalne fundusze inwestycyjne nastawione na długoterminowe finansowe angażowanie się w projekty infrastrukturalne, czyli fundusze infrastrukturalne.

Celem opracowania, o charakterze przyczynkowym, jest ocena rozwoju rynku funduszy infrastrukturalnych ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji w zakresie infrastruktury transportu. Przy pisaniu korzystano z danych statystycznych publikowanych przez specjalistyczny periodyk „Prequin”.

## FUNDUSZE INFRASTRUKTURALNE

Instrumentami dynamicznie zwiększającymi swój udział w ostatnim dwudziestolecu na rynku projektów infrastrukturalnych są fundusze infrastrukturalne. Pierwszy fundusz został zorganizowany w 1994 roku.

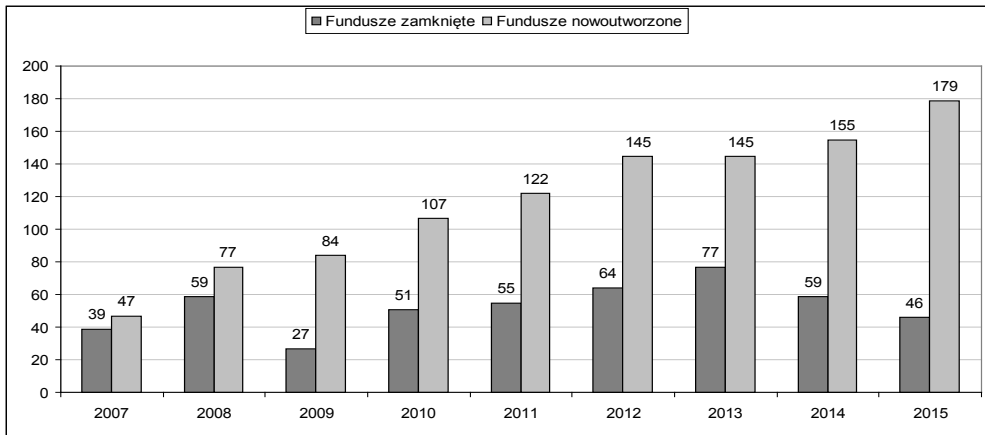
Fundusze infrastrukturalne są funduszami inwestycyjnymi typu *private equity*. W literaturze spotyka się różne definicje funduszu inwestycyjnego, o węższym lub szerszym zakresie (Dawidowicz, 2011, s. 9–11). Fundusze *private equity* gromadzą kapitały od inwestorów instytucjonalnych lub zamożnych osób indywidualnych (Gohil, Vijas, 2016, s. 77; Brzozowska, 2008, s. 59–103) i inwestują je, jako średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, w przedsięwzięcia, które mają szanse osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestorów horyzoncie czasowym (Gabryelczyk, 2009, s. 197). Inaczej ujmując, fundusze *private equity* są to pule kapitału prowadzone zwykle w formie funduszy zamkniętych o ustalonym okresie trwania, a dokonujące głównie inwestycji udziałowych w przedsiębiorstwa nienotowane na rynku papierów wartościowych dla osiągnięcia zysku kapitałowego poprzez przyrost wartości tych przedsięwzięć i odsprzedaż udziałów po upływie z góry przewidzianego okresu (Zimny, 2013, s. 17–19). Z przytoczonych cech wynika, że portfele funduszy *private equity* są mocno zdywersyfikowane (Sajnóg, Sosnowski, 2015, s. 57).

Fundusze infrastrukturalne są specjalnym rodzajem funduszy *private equity*, ponieważ zgromadzone w ramach funduszy środki finansowe są czasowo angażowane wyłącznie w różne przedsięwzięcia infrastrukturalne (inwestycje portfelowe). Historia prywatnych funduszy infrastrukturalnych jest relatywnie krótka i niezbyt bogata w porównaniu do funduszy nieruchomości czy innych *private equity*. Pierwsze fundusze powstały w roku 1994 (Emerging Markets Partnership Global oraz Hastings Fund Management) i 1997 (Barclays Private Equity, Macquarie oraz AMP Capital Investors) (Orr, 2007, s. 3).

Powstanie funduszy infrastrukturalnych wywołało ożywione zainteresowanie taką formą inwestowania i wyjątkowo dynamiczny przyrost nowych funduszy. Dwa największe fundusze zostały utworzone w Kanadzie i są to kanadyjskie fundusze emerytalne: Borealis oraz Canadian Pension Plan (CPP) z udziałem odpowiednio 10 i 7 mld USD w inwestycjach infrastrukturalnych. Pod względem ilości utworzonych funduszy infrastrukturalnych największa ich liczba powstała w Wielkiej Brytanii i USA – po 16 funduszy, oraz Australii – 10 funduszy. Natomiast pod

względem wartości aktywów „czołówka” zmienia się na rzecz USA – (39 370 mln USD), Kanady (25 500 mln USD), a następnie Australii (18 741 mln USD) oraz Wielkiej Brytanii (18 663 mln USD) – według stanu na koniec 2006 roku (*Investing...*, 2007).

Utworzone nowe fundusze infrastrukturalne pozwoliły na zwiększenie zaangażowania kapitałowego skutkującego kilkukrotnym wzrostem w stosunku do możliwości wcześniej tworzonych przez 8 lat funduszy. W latach późniejszych mniej korzystna sytuacja na globalnym rynku finansowym wpłynęła także na także rozwój i wyniki funduszy infrastrukturalnych (por. rys. 1)

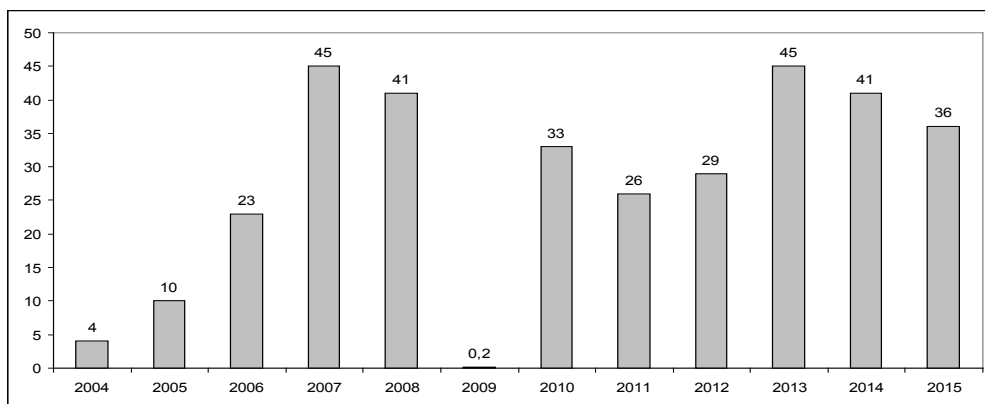


Rysunek 1. Liczba funduszy infrastrukturalnych na świecie

Źródło: opracowanie własne na podstawie Preġin (2013; 2016, s. 15).

Liczba tworzonych funduszy infrastrukturalnych „przełożyła się” na wielkości pozyskiwanego kapitału przez fundusze infrastrukturalne. Na rysunku 2 przedstawiono przyrosty w każdym roku wartości kapitału zgromadzonego na świecie w funduszach infrastrukturalnych, wyrażonego w mld USD.

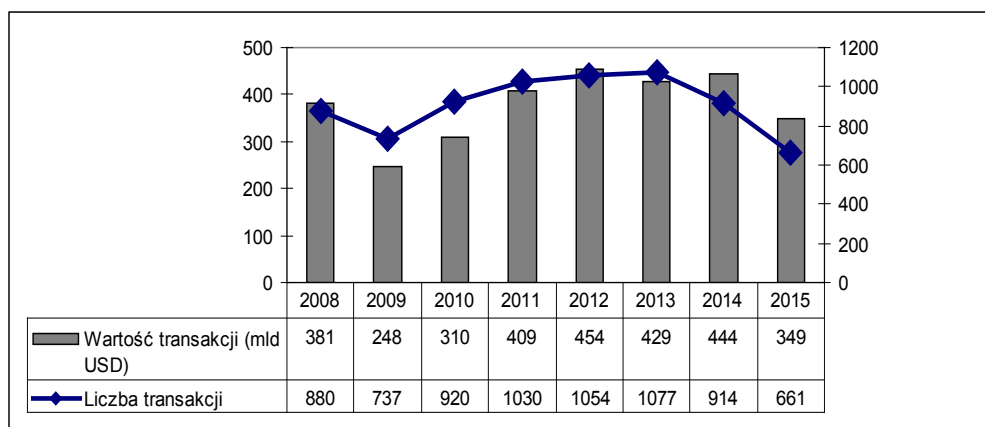
W latach 2004–2007 wartości kapitału zgromadzonego w ciągu roku w funduszach infrastrukturalnych powiększały się co roku w skali dwukrotności, a poziom z 2005 roku został utrzymany jeszcze w roku 2008. Na rynku australijskim w 2007 roku rynkowa kapitalizacja 22 funduszy notowanych na giełdzie australijskiej wzrosła o 17,8 %, natomiast w 2008 roku obniżyła się o blisko połowę, tj. o 47,9 % (Davis, 2008). Już rok później sytuacja uległa korzystnej zmianie. Jednak w 2009 roku nastąpiło ponad 4-krotne zmniejszenie dopływu nowego kapitału do światowego wolumenu funduszy infrastrukturalnych jako następstwo kryzysu finansowego. Część funduszy infrastrukturalnych odczuła skutki kryzysu – obniżenie cen certyfikatów funduszy giełdowych w stosunku do wycen dokonanych przez zarządzających funduszami. W 2010 roku nastąpiło odbicie na rynku funduszy infrastrukturalnych, jednak dopiero w roku 2013 udało się uzyskać poziom z 2007 roku.



Rysunek 2. Roczny przyrost kapitału funduszy infrastrukturalnych na świecie (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Preqin (2013; 2016, s. 15).

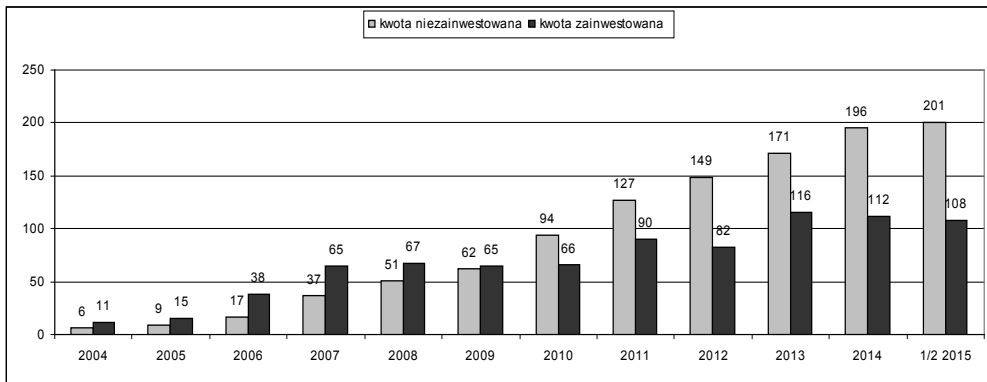
Środki zgromadzone przez fundusze infrastrukturalne są inwestowane czasowo w formie udziałów kapitałowych w projekty infrastruktury publicznej, głównie gospodarczej, aczkolwiek coraz większy udział inwestycji funduszy występuje w projektach infrastruktury społecznej. Na rysunku 3 przedstawiono skalę zawartych transakcji dotyczących współfinansowania inwestycji infrastrukturalnych, natomiast na rysunku 4 – efekty inwestowania przez zarządzających funduszami.



Rysunek 3. Liczba i wartość przeprowadzonych transakcji funduszy infrastrukturalnych na świecie

Źródło: opracowanie własne na podstawie Preqin (2016, s. 15).

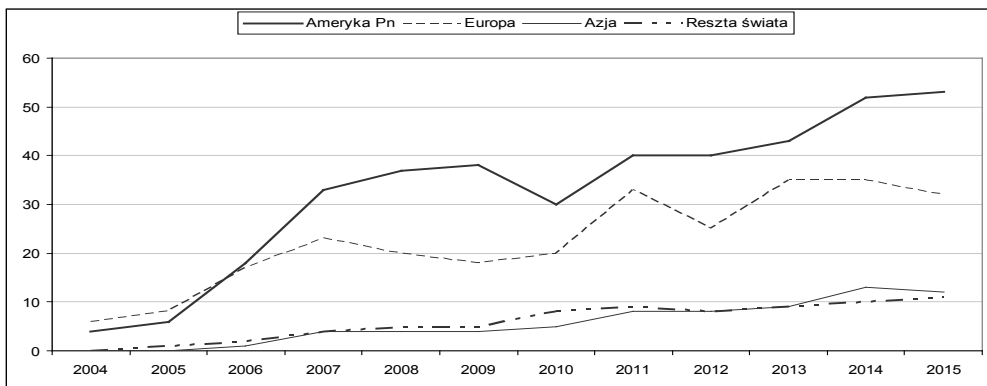
Sytuacja pokryzysowa widoczna jest także w efektach prowadzonej polityki inwestycyjnej przez zarządzających funduszami infrastrukturalnymi. Od 2009 roku nastąpił systematyczny wzrost liczby i wartości zawartych kontraktów, jednak po 5 latach, w roku 2015, zanotowano ponad 20% spadek liczby zawartych transakcji oraz blisko 28% zmniejszenie wartości transakcji.



Rysunek 4. Zgromadzony i zainwestowany kapitał funduszy infrastrukturalnych (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prequin (2016, s. 15).

Należy zwrócić uwagę, że sytuacja, jaka zaistniała na rynku funduszy infrastrukturalnych w 2009 roku, ma znaczący wpływ na prowadzenie bardziej ostrożnej polityki inwestowania, co jest wyraźnie widoczne na rysunku 4. Do 2009 roku wielkości zaangażowania inwestycyjnego funduszy infrastrukturalnych przekraczały kwoty zgromadzone, a nie zainwestowane, zaś później różnice między wielkością zaangażowania w projekty inwestycyjne a środkami funduszy niezainwestowanymi powiększały się od blisko 30% w 2010 do 45% w 2015 roku.



Rysunek 5. Kierunki inwestowania funduszy infrastrukturalnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Prequin (2013, 2016).

Największy udział w transakcjach inwestowania funduszy infrastrukturalnych w latach 2004–2015 miały inwestycje infrastrukturalne przeprowadzane w Ameryce Północnej (49%) i Europie (34%). Inwestycje realizowane na terenie Azji mają tendencję systematycznie rosnącą, niemniej ich udział stanowi ponad 8% (rys. 5).

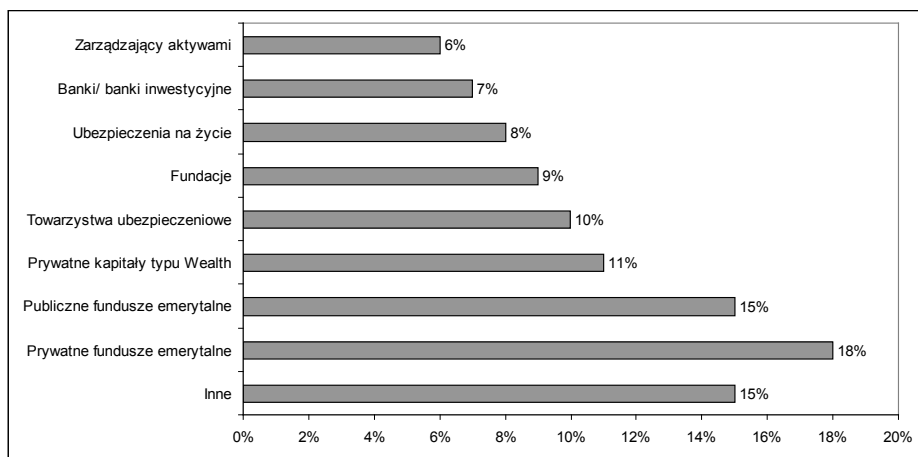
Większość największych funduszy jest skoncentrowana w krajach rozwiniętych w Europie i Ameryce Północnej i jest sponsorowana przez duże instytucje finansowe. Działają one prawie jak oddziały banków inwestycyjnych, a nie jak niezależni menedżerowie finansowi zarządzający zgromadzonymi funduszami. Ponad 55% funduszy infrastrukturalnych, które powstały w ciągu ostatnich lat, to fundusze sponsorowane przez banki. Obecnie większość dużych banków jest w posiadaniu funduszu infrastrukturalnego jako instytucji finansowej umożliwiającej poszukiwanie możliwości zainwestowania na rynkach zagranicznych i zaistnienia na nowych rynkach.

## SPOSOBY INWESTOWANIA PRZEZ FUNDUSZE INFRASTRUKTURALNE

Fundusze infrastrukturalne wywołują zaangażowanie i tworzenie aktywów infrastrukturalnych, które są nabywane przez fundusz z zasobów pozyskanych w drodze sprzedaży inwestorom jednostek uczestnictwa. Funduszami zarządzają menedżerowie za odpowiednią prowizją (Davis, 2008). Celem funduszy infrastrukturalnych jest zapewnienie średnio- i długoterminowych kapitałów w drodze inwestowania w instrumenty kapitałowe lub instrumenty kapitałowe strukturyzowane podmiotów zaangażowanych w rozwój infrastruktury gospodarczej, takiej jak budowa i modernizacja dróg, autostrad, kolei, portów, lotnisk, telekomunikacji, przesyłu energii, sieci wodociągowych i kanalizacyjnych, oczyszczalni ścieków, wysypisk śmieci itp.

Fundusze infrastrukturalne inwestują terminowo, najczęściej na okres 5–8 lat. Głównymi nabywcami jednostek uczestnictwa funduszy są inne fundusze (m.in. prywatne i publiczne fundusze emerytalne), towarzystwa ubezpieczeniowe, instytucje rządowe oraz wyspecjalizowane w zarządzaniu majątkiem instytucje.

Motywacją inwestorów jest alokowanie kapitału w celu dopasowania długoterminowych zobowiązań do aktywów o długim okresie życia, zabezpieczonych przed skutkami inflacji. Naturalnymi i najbardziej aktywnymi inwestorami w tej wzrastającej klasie aktywów są fundusze emerytalne z uwagi na długoterminowy charakter ich zobowiązań (zob. rys. 6).



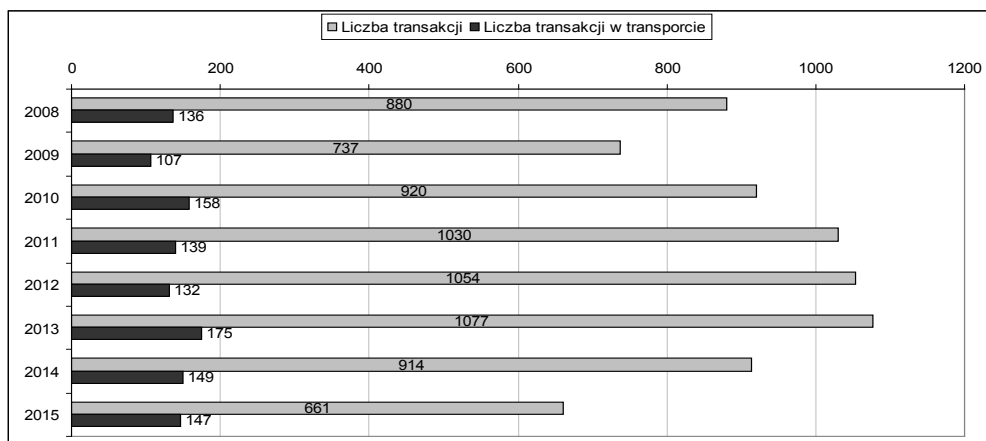
Rysunek 6. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych w fundusze infrastrukturalne w 2015 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prequin (2016, s. 15).

Zaznaczyć należałoby, że w badanych latach proporcje udziału poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych utrzymywały się na niezmiennym poziomie – różnice, jakie zachodziły w kolejnych latach, dotyczyły jedynie jednocyfrowych zmian w procentach. Jest to o tyle zrozumiałe, że takie kategorie ekonomiczne, jak fundusze emerytalne, ubezpieczenia na życie, prywatne fundusze dla zamożnych ze swej natury są instrumentami długoterminowego inwestowania.

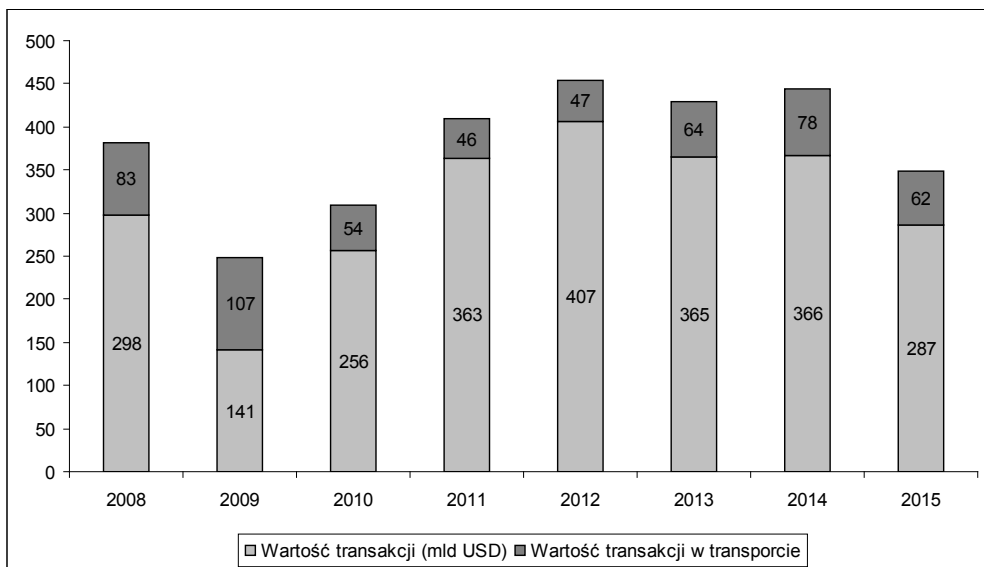
## POZYCJA INFRASTRUKTURY TRANSPORTU W INWESTYCJACH FUNDUSZY INFRASTRUKTURALNYCH

W przekroju sektorowym największe zaangażowanie funduszy infrastrukturalnych, wyrażone liczbą zawartych transakcji, dotyczy energii odnawialnej (44%), na drugim miejscu znajduje się infrastruktura transportu (22%), następnie pozostałe rodzaje energii i urządzeń energetycznych (21%), infrastruktura społeczna (8%) i telekomunikacja (2%) (Prequin, 2016, s. 67). Przedstawione wielkości zostały obliczone dla 2015 roku, jednakże ich proporcje utrzymywały się, z niewielkimi odchyleniami, również w poprzednich latach. Szczegółowe statystyki dotyczące liczby inwestycji w infrastrukturę transportu na tle ogólnej liczby zawartych kontraktów przez fundusze infrastrukturalne przedstawiono na rysunku 7.



Rysunek 7. Liczba inwestycji funduszy infrastrukturalnych ogółem i w odniesieniu do infrastruktury transportu  
Źródło: opracowanie własne na podstawie Prequin (2016, s. 17, 69).

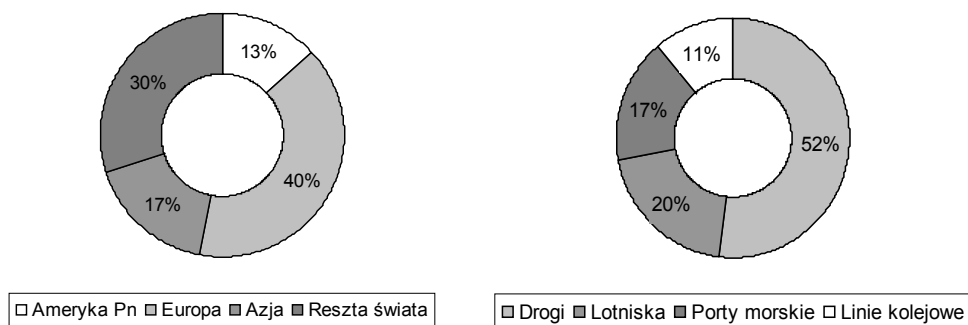
Generalnie udział inwestycji funduszy infrastrukturalnych w projekty infrastruktury transportu wynosił w kolejnych latach od 15 do 22 % z pewnymi odchyleniami. Pod względem wartości inwestycji funduszy infrastrukturalnych udział inwestycji infrastruktury transportu wynosił w 2008 roku ok. 28%, w najtrudniejszym dla inwestycji roku 2009 aż 76%, a w latach następnym kształtował się na zbliżonym poziomie 21% (por. rys. 8).



Rysunek 8. Transakcje funduszy infrastrukturalnych w podziale na ogółem i w transporcie

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prequin (2016, s. 69).

Najwięcej inwestycji funduszy infrastrukturalnych w projekty infrastruktury transportu w latach 2008–2015 dotyczyło przedsięwzięć realizowanych na terenie Europy, następnie Ameryki Północnej i w Azji (por. rys. 9).



Rysunek 9. Liczba transakcji funduszy infrastrukturalnych w sektorze transportu w latach 2008–2015 w podziale na rodzaje infrastruktury i kraje inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Prequin, 2016, s. 69).

Głównym kierunkiem rodzajowym inwestycji funduszy infrastrukturalnych w ciągu ostatnich lat była infrastruktura drogowa (52%), lotniska (20%), porty morskie (17%) oraz infrastruktura kolejowa (11%).



## PODSUMOWANIE

Fundusze infrastrukturalne, mimo relatywnie krótkiego okresu aktywności, odgrywają znaczącą rolę w uzupełnianiu luki finansowej w strukturze finansowania projektów infrastruktury transportu. Szczególnie dużą rolę pełnią one w finansowaniu wysoce kapitałochłonnej infrastruktury drogowej. Inwestycje funduszy infrastrukturalnych rozwijają się głównie w krajach o wysokim poziomie rozwoju rynków kapitałowych, jak Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Kanada, Australia. W krajach mniej rozwiniętych, w tym w Polsce, fundusze infrastrukturalne inwestują bardzo rzadko na rynku wtórnym. Podstawową przyczyną niedorozwoju rynku funduszy infrastrukturalnych w takim kraju, jak Polska, jest, oprócz słabości kapitałowej, niedostatek instytucji finansowych mających możliwości finansowania długoterminowego, a także niekorzystne i częste zmiany prawa regulującego rynek kapitałowy.

## LITERATURA

- Brzozowska, K. (2008). *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowania, efekty*. Warszawa: CeDeWu
- Davis, K. (2009). Listed Infrastructure Funds: Funding and Financial Management. *Jassa.The Finsia Journal od Applied Finance*, 1, 43–47. Pobrane z: <http://ssrn.com/abstract+1337473>.
- Dawidowicz, D. (2011). *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje – metody oceny – analiza*. Warszawa: CeDeWu.
- Gabryelczyk, K. (2009). Alternatywne fundusze inwestycyjne. W: A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*. Warszawa: CeDeWu.
- Gohil, R., Vijas, V. (2016). Private Equity Performance: A literature Review. *The Journal of Private Equity*, 3, 76–88.
- Investing In Infrastructure Funds* (2007). Probitas Partners. Pobrane z: [www.probitaspartners.com](http://www.probitaspartners.com) (8.01.2010).
- Orr, R.J. (2007). The rise of infra funds. *Project Finance International. Global Infrastructure Report 2007*.
- Preqin (2013). *2012 Preqin Infrastructure Review*. Pobrane z: <https://www.preqin.com/item/2012-preqin-infrastructure-review/4/5590> (18.05.2016).
- Preqin (2016). *2016 Preqin Global Infrastructure Report*. Pobrane z: <https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Infrastructure-Report-Sample-Pages.pdf> (18.05.2016).
- Sajnog, A., Sosnowski, T. (2015). *Efektywność realizacji procesów dezinwestycji funduszy private equity na GPW w Warszawie*. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Warszawa.
- Zimny, A. (2013). *Decyzje na rynkach venture capital / private equity*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

---

## Infrastructure Funds on Transport Projects Market

**ABSTRACT** | Infrastructure funds are instruments of dynamic progress and a share on infrastructure projects market in the last twenty years. Infrastructure funds creation has evolved lively interest of such form of investing and extremely dynamic increase of new funds. In view of a sector infrastructure funds, despite of relatively short term of activity, have played significant role in fulfilling a financial gap in projects connected to transport infrastructure, particularly in road infrastructure. An aim of an article, of contribution nature, is to assess a development of infrastructure projects with emphasis to transport projects.

**KEYWORDS** | investment funds, private equity, infrastructure funds, transport infrastructure

*Translated by Krystyna Brzozowska*