

Krzysztof Marcinek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

FUNDUSZE INFRASTRUKTURALNE JAKO FORMA INWESTOWANIA POŚREDNIEGO W SEKTORZE INFRASTRUKTURY

Wprowadzenie

Potrzeba rozwoju infrastruktury nie wymaga większego uzasadnienia. Jej rola w rozwoju cywilizacyjnym jest oczywista, mimo to rozwój infrastruktury wiąże się z wieloma trudnościami różnej natury, głównie ekonomicznej, technicznej, społecznej czy ekologicznej. W niniejszym artykule uwaga została skoncentrowana na problemach inwestowania w rozwój infrastruktury. Celem artykułu jest ukazanie tendencji w zakresie sposobów inwestowania w infrastrukturę na świecie, a w szczególności wskazanie stosunkowo nowej formy inwestowania, tj. funduszy infrastrukturalnych (*infrastructure funds*), których działalność w Polsce nie jest jeszcze rozpowszechniona. Celowość ich szerszego funkcjonowania w Polsce wiąże się z faktem, iż fundusze te należą do jednych z najszybciej rozwijających się w świecie inwestorów prywatnych, po inwestorach prywatnych inwestujących w kapitał udziałowy (inwestorach *private equity*) oraz w kapitał dłużny (inwestorach *private debt*). Znaczenie prywatnych funduszy infrastrukturalnych rośnie na całym świecie, w tym w krajach rozwiniętych ze względu na występujący w nich deficyt budżetowy i związane z tym poszukiwanie finansowania infrastruktury przez sektor prywatny.

1. Potrzeby w zakresie rozwoju infrastruktury, luka infrastrukturalna

Rozwój współczesnego świata stwarza konieczność ponoszenia coraz większych nakładów inwestycyjnych na rozwój infrastruktury, przy czym wielkość tych nakładów nie jest łatwa do oszacowania. Wynika to z różnych względów,

m.in. stąd, że samo rozumienie infrastruktury może być niejednoznaczne, wywołując w rezultacie różnice w podejściu do kwalifikacji określonych aktywów do infrastruktury. Różne są też metody podejścia do szacowania potrzeb w zakresie inwestycji w infrastrukturę¹.

Wzrost zapotrzebowania na inwestycje w zakresie infrastruktury wywołany jest przez różne czynniki. Ogólnie biorąc, w krajach rozwiniętych występuje głównie konieczność utrzymania oraz modernizacji znacznych zasobów istniejącej infrastruktury (rzecowego majątku trwałego) w transporcie, energetyce, w obiektach związanych z zaopatrzeniem w wodę, w sieciach telekomunikacyjnych itd. Z kolei w krajach rozwijających się niezbędne jest przeznaczanie znacznej części dochodu narodowego na zaspokojenie podstawowych ludzkich potrzeb, takich jak dostęp do wody pitnej i kanalizacji, elektryczności, dróg na każdą pogodę itd. Znaczna część ludności w tych krajach jest bowiem nadal pozbawiona dostępu do tej infrastruktury².

Oszacowywane przez poszczególne instytucje wielkości dotyczące przyszłych potrzeb inwestycyjnych na infrastrukturę (szczególnie dotyczące większych jednostek) należy traktować jedynie jako wskazanie rzędu wielkości potrzeb, a nie jako prognozy. Dla przykładu można podać, iż szacowana przez OECD wartość nakładów inwestycyjnych na rozwój infrastruktury na świecie (obejmującej sektory: telekomunikacji, elektryczności przesyłu i dystrybucji elektryczności, transportu drogowego, kolejowego i wodnego, produkcji energii, innej infrastruktury energetycznej, a także lotnisk, portów, korytarzy kolejowych oraz transportu i dystrybucji ropy naftowej i gazu ziemnego), poniesionych w latach 2009-2030, wyniesie według cen z 2008 r. około 82 bln USD³. Z kolei według szacunków dokonanych przez McKinsey Global Institute (MGI) wartość nakładów inwestycyjnych, jakie muszą zostać poniesione na świecie w latach 2012-2030, aby utrzymać zakładany wzrost PKB na poziomie 3,5%, wynosi 57 bln USD⁴.

¹ W praktyce międzynarodowych instytucji gospodarczych, np. OECD stosuje się dwa podstawowe podejścia, tj. podejście odgórne (*top-down*) oraz podejście oddolne (*bottom-up*). W pierwszym podejściu prognozowana wielkość nakładów na infrastrukturę jest uzależniona od kształtowania się wielkości makroekonomicznych, np. od PKB, zasobów majątku trwałego, skali inwestycji w gospodarce itd. W podejściu oddolnym szacunki oparte są na wynikach analiz dotyczących potrzeb infrastrukturalnych w poszczególnych mniejszych jednostkach, np. regionach, sektorach infrastruktury (m.in. w infrastrukturze wodnej, w transporcie), a także na wynikach planistycznych lokalnych władz itd.

² Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year, McKinsey & Company, 2013, s. 1.

³ G. Inderst, Private Infrastructure Finance and Investment in Europe, European Investment Bank, Working Papers, 2013/2, s. 9.

⁴ Infrastructure Productivity..., op. cit., s. 1.

Dokonywane analizy przez różne instytucje, głównie międzynarodowe, umożliwiają ogólne rozpoznanie skali przyszłych potrzeb w zakresie infrastruktury.

Problemem i zarazem główną barierą w zaspokojeniu wymaganej podaży obiektów infrastrukturalnych pozostaje natomiast brak wystarczających źródeł finansowania – zarówno w krajach o wschodzących rynkach, jak i w krajach rozwiniętych. W tych pierwszych rządy nie stworzyły jeszcze odpowiednich możliwości dla sfinansowania i zarządzania dużą liczbą swoich docelowych projektów, podczas gdy rządy krajów rozwiniętych borykają się z rosnącymi wydatkami społecznymi, spowodowanymi w znacznym stopniu starzeniem się społeczeństwa, co wpływa na ograniczanie środków finansowych przeznaczanych na infrastrukturę⁵.

Sektor publiczny był i nadal pozostaje głównym źródłem finansowania infrastruktury, jakkolwiek nie jest w stanie i prawdopodobnie będzie w coraz mniejszym stopniu pokrywał rosnące wydatki na infrastrukturę. Stąd też we wspomnianym opracowaniu OECD mówi się o luce inwestycyjnej infrastruktury (*infrastructure investment gap*)⁶. W opracowaniach poświęconych omawianej problematyce stosowane jest również pojęcie „luki w finansowaniu infrastruktury” (*infrastructure financing gap*), która jest definiowana jako różnica pomiędzy potrzebami inwestycyjnymi oraz zasobami (finansowymi – przyp. K.M.) lub też pomiędzy funduszami potrzebnymi a osiągalnymi (dostępnymi)⁷. Równocześnie podkreśla się, iż trudności w ocenie samych potrzeb inwestycyjnych w zakresie infrastruktury sprawiają, że oszacowanie omawianej luki w finansowaniu infrastruktury jest tym bardziej trudne. Według ogólnych szacunków Światowego Forum Ekonomicznego z 2012 r. globalna luka infrastrukturalna będzie wynosiła rocznie około 1 bln USD do 2020 r., czyli 1,25% PKB. Wartość ta stanowi różnicę pomiędzy potrzebami inwestycyjnymi wynoszącymi 3,55 bln USD

⁵ Starzenie się społeczeństwa jest elementem jednego z wielu długoterminowych wyzwań, przed jakim stoją rządy krajów OECD, wpływającym na wydatki budżetu, w tym na wydatki na infrastrukturę. Starzenie się społeczeństwa jest tylko elementem zmian demograficznych, w ramach których występują ponadto takie, jak: wzrost lub spadek populacji, trendy urbanizacyjne, przemieszczanie się ludności na obszary wiejskie oraz nadmorskie itd. Wśród innych długofalowych wyzwań można wymienić: a) wzrost ograniczeń budżetowych spowodowanych wspomnianym starzeniem się społeczeństwa oraz działaniami na rzecz bezpieczeństwa, b) czynniki środowiskowe, takie jak zmiana klimatu oraz rosnące standardy jakościowe, c) postęp technologiczny, w szczególności (ale nie tylko) w informacji i komunikacji, d) tendencje w kierunku decentralizacji oraz wzrostu lokalnego zaangażowania społecznego, e) rosnąca rola sektora prywatnego, f) wzrost znaczenia utrzymania, modernizacji i rehabilitacji (odbudowy) istniejącej infrastruktury. Zob. *Infrastructure to 2030, Volume 2, Mapping Policy for Electricity, Water and Transport*, OECD 2007, s. 14.

⁶ Ibid.

⁷ G. Inderst, *Private Infrastructure Finance...*, op. cit., s. 12.

a rzeczywistymi wydatkami wynoszącymi 2,5 bln USD. Wartość niezbędnych nakładów inwestycyjnych zwiększa się znacznie, jeśli wziąć pod uwagę przyjętą w 2013 r. przez Światowe Forum Ekonomiczne tzw. lukę inwestycyjną w infrastrukturze zielonej (*green infrastructure investment gap*). Dodatkowe nakłady inwestycyjne niezbędne do spełnienia wymagań klimatycznych – na infrastrukturę czystej energii, zrównoważony transport, efektywność energetyczną oraz leśnictwo – szacowane są na 700 mld USD rocznie⁸.

Wskazane zjawiska stymulujące wzrost potrzeb inwestycyjnych w infrastrukturę oraz same szacunki tych potrzeb, a także istniejąca luka w tym zakresie uzmysławia, iż ograniczenie czy też zniwelowanie omawianej luki wymaga szukania nowych rozwiązań w różnych zakresach. W szczególności wymaga innowacyjnego podejścia zarówno do poszukiwania nowych źródeł finansowania, jak i do bardziej efektywnego oraz inteligentnego wykorzystania infrastruktury, poprzez nowe technologie, strategie zarządzania popytem i poprawę planowania⁹.

2. Infrastruktura jako klasa aktywów

Infrastruktura jest współcześnie traktowana jako odrębna klasa aktywów. Stanowi ona bowiem logicznie zgrupowane aktywa, posiadające podobne cechy fizyczne, właściwości przepływów pieniężnych, fazy rozwoju itd. Z inwestycyjnego punktu widzenia do istotnych cech aktywów infrastrukturalnych należą:

- wysokie bariery wejścia,
- odporność na zmiany cyklu gospodarczego,
- stabilne okresowe przepływy pieniężne, z potencjałem co najmniej częściowej indeksacji inflacyjnej,
- stosunkowo niska korelacja z innymi klasami aktywów¹⁰.

Bariery wejścia mogą być różnej natury: ekonomicznej i finansowej, a także prawnej i regulacyjnej, głównie w kwestiach środowiskowych.

Barierę ekonomiczną i finansową tworzą ogromne nakłady inwestycyjne, jakich wymaga infrastruktura. Ich skala sprawia, że budowa obiektów konkurencyjnych byłaby nieuzasadniona. W konsekwencji niektóre rodzaje infrastruktury mają charakter naturalnego monopolu, głównie w takich branżach, jak: woda,

⁸ Ibid., s. 13. Dane dotyczące inwestowania w tzw. zieloną infrastrukturę szerzej przedstawione są w: *The Green Investment Report. The Ways and Means to Unlock Private Finance for Green Growth*, World Economic Forum, Geneva 2013. Zob. również B. Weber, H. Alfen, *Infrastructure as an Asset Class*, John Wiley & Sons, Chichester 2010, s. 1-20.

⁹ Zob. *Mapping Policy...*, op. cit., s. 15.

¹⁰ *Guide to Infrastructure Investing*, J.P. Morgan Asset Management, s. 18.

gaz ziemny czy dystrybucja energii elektrycznej¹¹. W niektórych innych branżach, takich jak infrastruktura drogowa (drogi, mosty, porty lotnicze, porty morskie) sytuacja jest nieco inna¹².

Drugim elementem tworzącym bariery wejścia są nakładane przez władze przepisy (np. dotyczące taryf) na operatorów infrastruktury, która jest niezbędna dla ludzi, przy równoczesnym braku alternatywnych rozwiązań. Celem tych przepisów jest zapobieżenie wykorzystywaniu monopolistycznej władzy do narzucania użytkownikom infrastruktury nadmiernie wysokich cen.

Kolejną, ważną dla inwestorów cechą infrastruktury jest jej **odporność na zmiany cyklu gospodarczego**. Wynika ona ze specyfiki dóbr i usług dostarczanych przez obiekty infrastruktury (użyteczności publicznej), decydującej o ich stałej niezbędności i w konsekwencji o stabilności czy ewentualnie o niedużym tylko obniżeniu ich konsumpcji, nawet w okresach spadku koniunktury gospodarczej (niska elastyczność popytu na usługi infrastruktury). Poszczególne branże infrastruktury w zróżnicowanym stopniu reagują na załamania gospodarcze (np. zużycie wody pitnej nie zmienia się, podczas gdy zużycie energii dla przemysłu czy popyt na usługi transportowe mogą ulec obniżeniu); ponadto o wielkości wykorzystania potencjału infrastruktury decydują także inne czynniki, jak np. pogoda w przypadku wielkości zużycia gazu ziemnego.

Trzecia z wymienionych cech infrastruktury, tj. **stabilność przepływów pieniężnych** oraz **potencjał ochrony przed skutkami inflacji** jest rezultatem różnych czynników. Stabilność przepływów pieniężnych często zapewniają regulacje prawne, zapisy kontraktowe czy też monopolistyczna pozycja. Te same czynniki stanowią o ochronie infrastruktury przed skutkami inflacji. Przedmiotem regulacji są nie tylko przychody ze sprzedaży, ale również koszty jej eksploatacji (zarówno koszty zmienne, np. koszty energii czy koszty utrzymania), jak i ponoszone nakłady inwestycyjne. Wielkości te są odpowiednio do inflacji indeksowane, np. przychody ze sprzedaży produktów lub usług, wartość majątku itd.

¹¹ Dla przykładu można podać, iż wartość największych trzech projektów inwestycyjnych na świecie, których zamknięcie finansowe nastąpiło w ostatnim czasie, tj. w czwartym kwartale 2013 r., wynosiła odpowiednio: a) TEM Motorway Project (Transport, Włochy) – 2557,84 mln USD, b) West London Waste Authority (odpady i woda, Wielka Brytania) – 2269,26 mln USD, c) Treatment PPP Project (Energia odnawialna – Chile) – 2050,00 mln USD. Zob. Top 10 Infrastructure Projects, Infrastructure Investor (www.infrastructureinvestor.com, 24.01.2014).

¹² Warto tu przytoczyć słowa R. Posnera: „Sądzę jednak, że w naszym dynamicznym świecie sytuacje naturalnego monopolu są rzadsze, niż się sądzi, gdyż nowe technologie i procesy mogą stwarzać konkurencję na, jak się wydawało, chronionych rynkach, jeśli tylko da to dostatecznie duży zysk. W ten właśnie sposób rzekomo naturalny monopol tradycyjnych spółek telekomunikacyjnych, wynikający z dużych kosztów stałych przewodowej sieci telefonicznej, podważyć może rozbudowa sieci kablowej i oczywiście telefonii komórkowej oraz połączeń internetowych”. G. Beker, R. Posner, Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego, Oficyna a Wolter Kluwer business, Warszawa 2013, s. 110.

Ostatnią z wymienionych cech infrastruktury jest jej **stosunkowo niska korelacja z innymi klasami aktywów**. Niską korelację stóp zwrotu z infrastrukturą z innymi aktywami, głównie z tradycyjnymi aktywami finansowymi potwierdzają liczne analizy, jakkolwiek należy mieć na uwadze, że korelacja ta ma charakter dynamiczny i może ulegać znacznym zmianom, szczególnie w okresach kryzysów gospodarczych¹³. Niska korelacja sprawia, że wielu inwestorów uważa, iż infrastruktura jest dobrym dywersyfikatorem ich portfeli inwestycyjnych.

Wymienione czynniki są istotne dla potencjalnych inwestorów; stanowią o atrakcyjności inwestowania w infrastrukturę. Należy jednak mieć na uwadze, że każdy inwestor funkcjonuje w konkretnych warunkach i korzystne ogólne warunki, charakterystyczne dla infrastruktury, mogą ulec zmianie, np. wskutek utraty poparcia politycznego, renegocjacji prowadzących do utraty posiadanych gwarancji, zmiany warunków indeksacji itp.¹⁴.

3. Formy inwestowania kapitału prywatnego w infrastrukturę

Jak już podkreślono, obiekty (aktywa) infrastruktury były i nadal są finansowane w dużej mierze przez sektor publiczny, którego środki pochodzą z podatków oraz długu publicznego¹⁵. To tradycyjne źródło finansowania jest już jednak niewystarczające i od lat uzupełnia się je kapitałem prywatnym. Obydwa sektory, publiczny oraz prywatny, angażują się w rozwój projektów infrastrukturalnych w różnej formie, mianowicie:

1. Sektor publiczny:

- udostępnianie przez rząd krajowy, jednostki samorządu terytorialnego i inne rządowe instytucje kapitału na finansowanie obiektów infrastruktury;
- pełnienie kluczowej roli w określaniu warunków angażowania się sektora prywatnego w infrastrukturę, np. poprzez określanie polityki prywatyzacji

¹³ Korelację infrastruktury z innymi aktywami można znaleźć m.in. w opracowaniu: Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency? Credit Swiss, Basset Management, White Paper, May 2010.

¹⁴ Szerzej zob. G. Inderst, Infrastructure as an Asset Class, "EIB PAPERS" 2010, Vol. 15, No. 1.

¹⁵ W krajach wysoko rozwiniętych projekty infrastrukturalne w sektorze publicznym tradycyjnie były finansowane poprzez dług publiczny, zaś głównym źródłem finansowania projektów sektora komercyjnego (korporacji) był dług korporacyjny. Z kolei w krajach rozwijających się projekty infrastrukturalne podejmowane były przede wszystkim przez rządy, które zaciągały dług na międzynarodowym rynku bankowym (ze względu na brak rodzimego kapitału prywatnego) lub w międzynarodowych instytucjach finansowych, np. w Banku Światowym. Szerzej zob. K. Marcinek, Specyfika oraz finansowanie dużych projektów infrastrukturalnych [w:] Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty, red. H. Henzel, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005.

objektów infrastruktury, określanie ram prawnych regulujących udzielanie koncesji na podjęcie projektu inwestycyjnego;

- pełnienie roli partnera w transakcjach partnerstwa publiczno-prywatnego.

2. Sektor prywatny:

- udostępnianie kapitału przez podmiot prywatny funkcjonujący w sektorze infrastruktury na podjęcie projektów inwestycyjnych w tym sektorze, a więc finansowanie ich na zasadach finansowania korporacyjnego;
- angażowanie się w projekty infrastrukturalne podejmowane na zasadach project finance; zasady project finance mogą być wykorzystane (lub też nie) w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego.

W dalszej części artykułu uwaga została skoncentrowana na formach inwestowania kapitału prywatnego, a w szczególności na **inwestycyjnych funduszach infrastrukturalnych**.

Inwestując w infrastrukturę, inwestorzy prywatni mają do dyspozycji – podobnie jak w przypadku innych klas aktywów – liczne sposoby inwestowania. Wybór sposobu zależy od różnych czynników. Przede wszystkim należy mieć na uwadze, że omawiana klasa aktywów ma heterogeniczny charakter, a więc nie wszystkie inwestycje spełniają te same wymagania w kontekście relacji stopa zwrotu/ryzyko¹⁶. Dlatego też wybór sposobu inwestowania zależy od charakteru (natury) aktywów. Poszczególne obiekty infrastruktury są zróżnicowane i w związku z tym oferowane inwestorowi instrumenty finansowe związane z tymi obiektami też będą różnie oceniane, np. instrumenty tego samego rodzaju, ale dotyczące dwóch różnych portów lotniczych czy też dwóch różnych płatnych autostrad. Wybór zależy także od tego, jaką rolę inwestor będzie przypisywał aktywom infrastruktury w swoim portfelu inwestycyjnym¹⁷. Szczególną rolę w przypadku inwestowania w infrastrukturę odgrywają również takie czynniki, jak płynność finansowa inwestycji, ryzyko polityczne, a także często występujące złożone kwestie prawne związane z udziałem sektora prywatnego w omawianych obszarach inwestowania.

Współcześnie istnieją różne formy inwestowania sektora prywatnego w infrastrukturę. Najogólniej rzecz biorąc, może ono występować w dwóch formach, tj. jako:

- inwestowanie bezpośrednie,
- inwestowanie pośrednie.

¹⁶ Dla przykładu można podać, że stopa zwrotu dla inwestycji w koleje oceniana jest w wysokości 14%-18%, a ryzyko jako średnie. Dla portów lotniczych oraz morskich stopa zwrotu oceniana jest w wysokości 15%-18%, a ryzyko również jako średnie. Dla nowo budowanych płatnych autostrad stopa ta oceniana jest jako 12%-20%, a ryzyko jako średnie-wysokie. Zob. Guide to Infrastructure Investing..., op. cit., s. 37.

¹⁷ Szerzej zob. R. Sharma, The Potential of Private Institutional Investors for Financing Transport Infrastructure, Discussion Paper No. 2013-14, International Transport Forum at the OECD, Paris 2013, s. 13 i n.

Inwestowanie w **formie bezpośredniej** zapewnia inwestorowi bezpośrednią kontrolę nad inwestycją (infrastrukturą), a także posiadanie infrastruktury w całym okresie jej ekonomicznego życia. Tym samym inwestor nie jest zmuszony do wyjścia z inwestycji, co może mieć miejsce w inwestowaniu pośrednim, tj. w inwestowaniu w fundusz infrastrukturalny, kiedy ten kończy swą działalność. Inwestując w formie bezpośredniej, inwestor staje się bezpośrednio zaangażowany w określone aktywa (obiekty infrastruktury) oraz generowane przez nie przepływy pieniężne i tym samym staje się narażony na ryzyko z nimi związane. Inwestowanie bezpośrednio postrzegane jest więc jako najczystsza forma zaangażowania się w infrastrukturę. Inwestowanie bezpośrednio umożliwia również inwestorowi lepsze dopasowanie alokacji środków do jego specyficznych potrzeb, a także pominięcie wysokich opłat i prowizji, jakie mogą wystąpić w inwestowaniu pośrednim¹⁸.

Pomimo wskazanych zalet, inwestowanie w formie bezpośredniej jest stosowane najrzadziej ze względu na specyficzne cechy infrastruktury i wynikające zeń bariery oraz trudności dla potencjalnego inwestora. Spośród głównych cech ograniczających rozwój tej formy inwestowania należy wymienić: ogromne wymagania kapitałowe oraz długi okres zaangażowania kapitału, narażający inwestora na różne kategorie ryzyka, a w szczególności na ryzyko polityczne oraz regulacyjne. Przeciętny okres życia aktywów infrastruktury wynosi około 60 lat, a okresy koncesji mogą wynosić od 50 do 99 lat¹⁹. Należy też zauważyć występujące w tej formie inwestowania liczne, obciążające inwestora czynności, m.in. takie jak: wskazanie projektów-potencjalnych przedmiotów inwestycji wraz z analizą ich ryzyka i potencjalnej finansowej efektywności, negocjacje związane z „wejściem” w projekt, a ponadto (jeśli to konieczne) udział w pracach związanych z jego implementacją.

Wskazane cechy infrastruktury, a w szczególności duże wymagania kapitałowe powodują, że tylko nieliczni inwestorzy są skłonni do tej formy inwestowania. Są to przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni, a w szczególności fundusze emerytalne. Inwestycje w infrastrukturę, będące ze swej natury inwestycjami długoterminowymi, najlepiej odpowiadają funduszom emerytalnym, którym najłatwiej jest dopasować długofalowe inwestycje do długoterminowych swoich zobowiązań. Ponadto wartość aktywów infrastrukturalnych jest stosunkowo dobrze skorelowana z inflacyjnym wzrostem cen, co pozwala funduszom emerytalnym zabezpieczyć swoje długoterminowe zobowiązania. Należy jednak podkreślić, że same fundusze emerytalne wykazują zróżnicowane podejście do

¹⁸ L. Beeferman, Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper “Capital Matters”, No. 3, Harvard Law School, December 2008, s. 18.

¹⁹ Ibid., s. 12.

inwestowania w infrastrukturę. Wynika to z odmienności poszczególnych funduszy, które różnią się m.in. ze względu na wielkość i prowadzoną politykę inwestycyjną, a ponadto ich działalność ograniczona jest przepisami obowiązującymi w danym kraju. Pomijając kontekst krajowy, można wskazać ogólne bariery napotymane przez fundusze emerytalne w zakresie:

- możliwości/sposobności inwestycyjnych (brak zaangażowania politycznego w długoterminowej perspektywie, niestabilność przepisów, fragmentacja rynku infrastruktury pomiędzy różne szczeble władzy itd.);
- możliwości inwestora (brak doświadczenia funduszu w sektorze infrastruktury, niedostateczna wielkość funduszu, ograniczenia prawne funduszu itd.);
- warunków inwestowania (negatywne postrzeganie wartości infrastruktury, brak transparentności w sektorze infrastruktury, brak danych na temat wyników uzyskiwanych przez projekty infrastrukturalne itd.)²⁰.

Jak wynika z badań przeprowadzonych w 2011 r. przez OECD, obejmujących kilkadziesiąt funduszy emerytalnych w ponad 20 krajach, większość funduszy aktywnie inwestuje w infrastrukturę; aktywa sięgają nawet do 20% wartości portfela inwestycyjnego, przy czym bezpośrednio inwestowanie stanowi tylko nieznaczną, tj. około 1% inwestycji funduszy w infrastrukturę i ponadto udział ten jest zróżnicowany w poszczególnych funduszach; zależy on od wielu czynników, m.in. dojrzałości rynku infrastruktury, systemu funduszy inwestycyjnych (wielkości funduszu), istniejących uregulowań prawnych, a także doświadczenia w inwestowaniu w sektorze infrastruktury. Za nową tendencję można uznać zwiększające się zainteresowanie funduszy „zielonymi” inwestycjami w infrastrukturę, traktowanymi jako nowa klasa aktywów²¹.

Podsumowując bezpośrednią formę inwestowania, należy wskazać, iż szczególnymi sposobami inwestowania są tu: **partnerstwo publiczno-prywatne** oraz **project finance**. Formy te wymagają jednak od inwestorów dużego kapitałowego zaangażowania się, dlatego bariera ta jest omijana poprzez inwestowanie w papiery wartościowe spółek (notowane na giełdzie akcje lub obligacje projektowe) lub też udzielanie pożyczek spółkom, które funkcjonują w sektorach związanych z infrastrukturą. Inwestor może zatem dowolnie określić wartość kapitału, jaką chce zainwestować w infrastrukturę. Ponadto inwestorowi stosunkowo łatwo jest tu dokonać dywersyfikacji swojego portfela inwestycyjnego i tym samym ograniczać ryzyko inwestycji²².

²⁰ Pension Funds Investment in Infrastructure. A Survey, OECD, September 2011, s. 23-24.

²¹ R. Della Croce, Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 29, OECD November 2012, s. 9.

²² F. Bitsch, A. Buchner, Ch. Kaserer, Risk, Return and Cash Flow Characteristics of Infrastructure Fund Investments, "EIB Papers" 2010, Vol. 15, Iss. 1, s. 109.

Drugą z form inwestowania w infrastrukturę jest **inwestowanie pośrednie**, które dokonywane jest poprzez **fundusze infrastrukturalne**, notowane lub nie-notowane publicznie. Fundusze takie są zdolne do szybkiego i efektywnego rozpoznania możliwości inwestycyjnych oraz do zgromadzenia dużego kapitału w stosunkowo krótkim czasie. Ze względu na cel niniejszego artykułu, funduszom tym poświęcono jego dalszą część.

4. Fundusze infrastrukturalne

4.1. Rys historyczny oraz ogólna charakterystyka funduszy infrastrukturalnych

Fundusze infrastrukturalne są jednym z rodzajów funduszy inwestycyjnych. Najogólniej można je określić jako profesjonalnie zarządzane podmioty, które gromadzą kapitał od inwestorów, głównie instytucjonalnych, a następnie inwestują je w średnio- i długoterminowe aktywa o charakterze udziałowym jednostek sektora infrastruktury.

Przyjmując powyższą definicję, działalność funduszy infrastrukturalnych można rozpatrywać m.in. w dwóch aspektach, tj. realizowanych przez nie zadań (misji) oraz celu inwestycyjnego. Zadaniem (misją) jest mobilizacja pochodzącego z różnych źródeł kapitału – głównie funduszy emerytalnych, towarzystw ubezpieczeniowych, instytucji finansowych – na sfinansowanie projektów infrastrukturalnych. Celem inwestycyjnym natomiast jest tworzenie wartości poprzez aktywne zarządzanie kapitałem (portfelem), aby zapewnić stabilne korzyści finansowe akcjonariuszom funduszu.

Prywatne fundusze infrastrukturalne mają stosunkowo krótką historię, aczkolwiek należy podkreślić, iż w całej historii uprzemysłowionego świata (od czasu rewolucji przemysłowej) wiele projektów infrastrukturalnych, głównie budowa dróg i kanałów, była finansowana przez kapitał prywatny²³. Publiczne finansowanie dużych projektów infrastrukturalnych zaczęło dominować nad finansowaniem prywatnym dopiero od końca XIX w. i tendencja ta była kontynuowana przez większość XX w. Duże odrodzenie finansowania infrastruktury przez kapitał prywatny nastąpiło na początku lat 80. XX w., przy czym było to głównie inwestowanie w formie bezpośredniej, tj. na zasadach project finance²⁴. Począ-

²³ Problematykę udziału kapitału prywatnego w finansowaniu infrastruktury przedstawia obszernie K. Brzozowska, *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance*, CedeWu.PL, Warszawa 2005.

²⁴ R. Brealey, I. Cooper, M. Habib, *Using Project Finance to Fund Infrastructure Investment*, „Journal of Applied Corporate Finance” Fall 1996, Vol. 9.3, s. 25.

kowe, nowoczesne zaangażowanie się sektora prywatnego w sektor infrastruktury, np. w płatne drogi w Hiszpanii w latach 70. czy w duże projekty mostowe w Wielkiej Brytanii w latach 80., realizowane było raczej przez banki oraz firmy budowlane, niż przez dedykowane fundusze infrastrukturalne, które dzisiaj odgrywają znaczącą rolę.

Jedną z głównych przyczyn niechęci inwestorów prywatnych do bezpośredniego inwestowania w konkretne projekty infrastrukturalne były cechy tych projektów i związane z nimi negatywne zjawiska, w tym m.in. częste przekroczenia planowanych nakładów inwestycyjnych, wzrost kosztów inwestycji, ryzyko regulacyjne, protesty interesariuszy projektów inwestycyjnych (głównie lokalnych społeczności zmuszanych do przesiedlenia, ugrupowań ekologicznych itd.), a także przede wszystkim duże ryzyko finansowe. Pomimo tych przeszkód, inwestorzy prywatni zaczęli upatrywać w projektach infrastrukturalnych możliwość uzyskania satysfakcjonujących stóp zwrotu związanych z boomem, jaki wystąpił w sektorze infrastruktury w wielu regionach świata w latach 90. Sytuacja ta stanowiła również zachętę dla banków inwestycyjnych do poszukiwania mechanizmów finansowo-prawnych, które umożliwiłyby inwestorom prywatnym finansowe zaangażowanie się w rozwój infrastruktury, bez nadmiernego ryzyka. Jednym z pierwszych banków, który w 1994 r. stworzył taki mechanizm, tj. fundusz infrastrukturalny (*infrastructure fund*), był australijski bank inwestycyjny Macquarie Bank. Nabył on swoje pierwsze aktywa infrastrukturalne na fali australijskiej prywatyzacji. Trend zakupu aktywów sektora infrastruktury przeniósł się następnie do Kanady i dalej wystąpił wśród inwestorów europejskich oraz amerykańskich²⁵. Obecnie najwięcej funduszy infrastrukturalnych funkcjonuje w USA, Wielkiej Brytanii, Australii i Kanadzie. Fundusze zlokalizowane w tych krajach zgromadziły największą wartość aktywów.

O szybkim wzroście aktywów zgromadzonych przez fundusze infrastruktury zdecydowało kilka czynników, w szczególności:

- podaż aktywów infrastrukturalnych – związana ze światową tendencją do zwiększania się zaangażowania prywatnego sektora w infrastrukturę i wynikającymi z niej sposobnościami inwestycyjnymi;
- popyt na aktywa infrastrukturalne – związany w głównej mierze z zainteresowaniem infrastrukturą przez fundusze emerytalne, co wynika z traktowania infrastruktury jako alternatywy dla długoterminowych instrumentów o stałym dochodzie, a także z upatrywania (przez fundusze) w inwestowaniu w infrastrukturę możliwości zwiększenia uzyskiwanych stóp zwrotu;

²⁵ E. Francis, Infrastructure Position Paper, Marquette Associates, October 2011, s. 2; zob. również R. Orr, The Rise of Infrafunds, Global Infrastructure Report 2007.

- rozwój modelu „private equity” – powodzenie tego modelu spowodowało jego rozprzestrzenienie się na inne sektory i obszary geograficzne;
- stosunkowo wysokie stopy zwrotu osiągane przez inwestujących w infrastrukturę.

W okresie około 20-letniej historii funduszy infrastruktury wzrost ich liczby na świecie, a także wartości gromadzonego przez nie kapitału ulegały wahaniom (część funduszy ulega zamknięciu). Wahania te były jednak mniejsze aniżeli w przypadku innych aktywów posiadanych przez inwestorów. Mniejsze wahania występują wówczas, kiedy inwestorzy przeznaczają na infrastrukturę określony stały procent swoich inwestycji. Stabilności rozwoju funduszy sprzyja również oczekiwany na świecie wzrost aktywów infrastruktury.

Liczbę utworzonych funduszy oraz wartość łącznego kapitału docelowego w latach 2007-2013 przedstawia tabela 1.

Tabela 1

Nienotowane na giełdzie fundusze infrastrukturalne w latach 2007-2013

Wyszczególnienie	Styczeń 2007	Styczeń 2008	Styczeń 2009	Styczeń 2010	Styczeń 2011	Styczeń 2012	Styczeń 2013	Kwiecień 2013
Liczba utworzonych funduszy	47	77	84	107	122	144	137	147
Łączny kapitał docelowy, w mld USD	39	75	90	90	86	93	85	94

Źródło: 2013 Preqin Investor Network, Global Alternatives Report, s. 61 (www.preqin.com/pin).

Wzrastający popyt inwestorów na angażowanie się w infrastrukturę skutkowało ogólnym wzrostem liczby funduszy nienotowanych na giełdzie, uruchomionych w ostatnich latach. W rezultacie, obecny rynek funduszy cechuje się szerokim zakresem dostępnych możliwości, obejmującym zróżnicowane strategie, obszary geograficzne oraz obszary działalności.

Jak wynika z tabeli 1, w kwietniu 2013 r. funkcjonowało 147 nienotowanych na giełdzie funduszy infrastrukturalnych, których zagregowany docelowy kapitał wynosił 94 mld USD. Przeciętny docelowy poziom kapitału funduszu wynosi obecnie około 660 mln USD, aczkolwiek w rzeczywistości większość funduszy stara się zgromadzić mniej niż 500 mln USD. Największym obecnie nienotowanym na giełdzie funduszem infrastrukturalnym jest Brookfield Infrastructure Fund, który stara się zgromadzić 5 mld USD²⁶.

Najczęstszym rodzajem inwestycji funduszy infrastrukturalnych pozostawały w ostatnich latach instrumenty o charakterze udziałowym na rynku pierwotnym w sektorze infrastruktury, przy czym coraz większego znaczenia nabierają instrumenty dłużne, a także inwestowanie w fundusze funduszy.

²⁶ 2013 Preqin Investor Network, Global Alternatives Report, s. 61.

W kwietniu 2013 r., spośród 147 funduszy infrastrukturalnych największa ich ilość (57) była skoncentrowana na Europie oraz na Ameryce Północnej (35) i Azji (23), jakkolwiek największy zagregowany docelowy kapitał funduszy dotyczył Ameryki Północnej (35 mld USD) i był nieco wyższy aniżeli w Europie (34 mld USD)²⁷.

Listę największych nienotowanych na giełdzie funduszy infrastrukturalnych zawiera tabela 2.

Tabela 2

10 największych nienotowanych na giełdzie funduszy infrastrukturalnych, według stanu na dzień 13 października 2013 r.

Fundusz	Zarządzający	Wartość docelowa (w mln)	Zakres geograficzny
EIG Energy Fund XVI	EIG Global Energy Partners	4450 USD	globalny
Energy Capital Partners III	Energy Capital Partners	3500 USD	Ameryka Płn.
Alinda Global Core Infrastructure Fund	Alinda Capital Partners	3000 USD	Ameryka Płn., globalny
First Reserve Energy Infrastructure Fund	First Reserve Corporation	2500 USD	Ameryka Płn., Europa
Morgan Stanley Infrastructure Partners	Morgan Stanley Infrastructure	2500 USD	globalny
First State European Diversified Infrastructure Fund	Colonial First State Global Asset Management / First State Investment	1500 EUR	Europa
Bastion Infrastructure Fund	Bastion Infrastructure Group	2000 USD	OECD
ISQ Global Infrastructure Fund	I Squared Capital	2000 USD	globalny
Macquarie Infrastructure Partners III	Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA)	2000 USD	Ameryka Płn.
Terra Firma Infrastructure Fund for Global Renewable Energy	Terra Firma Capital Partners	2000 USD	Ameryka Płn., Europa Zach., OECD

Źródło: www.preqin.com.

Wymienione w tabeli 2 fundusze infrastrukturalne są funduszami **nienotowanymi na giełdzie (*unlisted funds*)**. Fundusze te wraz z funduszami **notowanymi na giełdzie (*listed funds*)** stanowią dwie główne formy funduszy infrastrukturalnych, które ogólnie przedstawiono poniżej.

Fundusze **nienotowane** publicznie stanowią obecnie największy segment rynku infrastruktury. Mogą one być funduszami otwartymi lub zamkniętymi.

1. **Fundusze otwarte (*open-end funds*)** stanowią mechanizm inwestycyjny o nieskończonym (ciągłym) okresie funkcjonowania. Zwolennicy tych funduszy podkreślają fakt, że strategia polegająca na zakupie i utrzymywaniu inwestycji jest dobrze dopasowana do długoterminowej natury klasy akty-

²⁷ Ibid.

wów infrastrukturalnych. Fundusze otwarte realizują strategię inwestycyjną, której celem jest raczej maksymalizacja przepływów pieniężnych w długim okresie, niż osiągnięcie zysków kapitałowych w krótkim lub średnim okresie. Ciągły charakter funduszy otwartych umożliwia im również reinwestowanie środków oraz stały wzrost. W konsekwencji fundusze te mają możliwości osiągnięcia dużych rozmiarów i dobrze zdywersyfikowanych portfeli. Inwestorzy zazwyczaj mogą uzyskiwać bezpośrednią korzyść z wejścia w zbudowany, dobrze zdywersyfikowany portfel.

W literaturze powszechnie przytacza się zaletę inwestowania w fundusze otwarte, jaką jest możliwość wejścia i wyjścia inwestora z funduszu, przy z góry określonej częstotliwości oraz wartości aktywów netto. Należy jednak podkreślić, że aktywa infrastrukturalne ze swej natury posiadają bardzo niską płynność. Bezwarunkowa płynność nie powinna być podstawowym czynnikiem przy wyborze prywatnego funduszu, jakkolwiek fundusz otwarty ma jedno narzędzie więcej do tworzenia płynności aniżeli fundusz zamknięty, mianowicie nowych inwestorów wchodzących do funduszu²⁸.

2. **Fundusze zamknięte** (*closed-end funds*) funkcjonują na ogół w formie spółki komandytowej²⁹. Fundusze te mają ustalony okres funkcjonowania, wynoszący zwykle od 10 do 15 lat, przy czym istnieje możliwość negocjowania wydłużenia tego terminu. Podobnie jak w przypadku funduszy typu equity oraz zamkniętych funduszy nieruchomościowych, fundusz jest zarządzany przez „General Partners” (GP), którymi w większości są infrastrukturalne firmy inwestycyjne („Sponsorzy”). Inwestorzy funduszy, którymi są zwykle inwestorzy instytucjonalni (głównie fundusze emerytalne) oraz tzw. zamożni inwestorzy indywidualni (*high net worth investors*) nazywani są „Limited Partners” (LPs).

Inwestorzy spółki komandytowej dokonują zaangażowania kapitałowego, polegającego na zobowiązaniu się do dostarczenia określonej kwoty kapitału zarządzającemu (GP) na inwestycje funduszu (ogólnie zadaniem zarządzających jest poszukiwanie sposobności inwestycyjnych i wybór odpowiednich inwestycji – spółek). Zobowiązanie to jest następnie realizowane okresowo w czasie trwania inwestycji, stosownie jak nabywane zostają aktywa. Czas trwania inwestycji wynosi od dwóch do trzech lat, po czym następuje okres posiadania inwestycji, w którym zarządzający dążą do tworzenia wartości. Realizują przyjętą strategię, która ma przynieść zysk w momencie sprzedaży aktywów. Jeśli zarządzający nie są

²⁸ E. Francis, Infrastructure Position Paper, Marquette Associates, Chicago, October 2011, s. 14.

²⁹ Wynika to głównie ze względów podatkowych. Forma ta oznacza, że zyski funduszu nie są opodatkowane tak jak dochód, natomiast inwestorzy płacą podatek od zysków kapitałowych ze swych inwestycji.

w stanie sprzedać aktywów strategicznemu nabywcy czy innemu prywatnemu funduszowi lub bezpośrednio nabywcy (np. funduszowi emerytalnemu), wówczas istnieje możliwość negocjowania wydłużenia czasu funkcjonowania funduszu³⁰.

Inwestorzy spółek komandytowych często doświadczają tzw. efektu krzywej J. Krzywa ta opisuje tendencję występującą w omawianych funduszach (czy szerzej – w funduszach *private equity/venture capital*), w których często uzyskiwane są ujemne wyniki w początkowych latach funkcjonowania, ze względu na wysokie koszty (głównie płacone prowizje), a w końcowym okresie osiągane są zyski kapitałowe dzięki sprzedaży aktywów.

Omawiając fundusze nienotowane na giełdzie, należy wskazać również na działalność **funduszu funduszy** (*fund of funds* – FOF). Fundusz taki gromadzi pozyskiwany od inwestorów kapitał i nie inwestuje go w bezpośrednie aktywa, lecz w inne prywatne fundusze infrastrukturalne. Fundusz funduszy stwarza inwestorom niedysponującym dużym kapitałem dostęp do funduszu dobrze zdywersyfikowanego pod względem strategii, rynku, typu aktywów, zarządzającego funduszem, a także ilości lat funkcjonowania. Fundusze funduszy w większości koncentrują się na strategiach „wysokie ryzyko/stopa zwrotu”, gdzie występuje duże rozproszenie stóp zwrotu.

Drugim rodzajem funduszy są **fundusze notowane publicznie** (*listed funds*), które funkcjonują również jako fundusze otwarte lub zamknięte.

Fundusze otwarte inwestują w publicznie notowane akcje spółek bezpośrednio zaangażowanych w sektorze infrastruktury. Spółki te mogą być właścicielami infrastruktury oraz/lub jej operatorami. Spółki te zwykle generują stabilne przepływy pieniężne wynikające z trwałych długoterminowych aktywów i w znacznym stopniu monopolistycznej siły kształtowania cen³¹.

Fundusze zamknięte inwestują w aktywa, których podstawą jest infrastruktura. Fundusze te dokonują periodycznie wyceny aktywów, aby określić wartość aktywów netto funduszu, przy czym wartość aktywów netto odchyła się od cen akcji funduszu, które podlegają codziennym fluktuacjom.

Zarówno fundusze nienotowane publicznie, jak i notowane mają swoje zalety oraz wady.

Wśród zalet funduszy nienotowanych publicznie można wymienić m.in.: większy zakres możliwości inwestycyjnych, możliwość inwestowania bezpośredniego, większą możliwość kontroli aktywów. Z kolei do słabszych stron należą głównie: mniejsza płynność, potencjalny brak dywersyfikacji, większe obostrzenia regulacyjne wobec aktywów, wysokie wymagania kapitałowe.

³⁰ E. Francis, op. cit., s. 14.

³¹ Listed Infrastructure Investing, Russel Open World, s. 3, (www.russell.com/documents/uk/institutional-investors/Brochure_Listed_Infrastructure_Investing_2008_11.pdf, 20.01.2014).

W przypadku funduszy notowanych na giełdzie głównymi zaletami są: obrót na giełdzie i związana z nim rynkowa wycena, transparentność, płynność, niższe prowizje za zarządzanie. Łatwiejsza jest też do zrealizowania dywersyfikacja geograficzna oraz sektorowa. Do słabszych stron należą przede wszystkim: ograniczony zakres możliwości inwestycyjnych, pośrednie inwestowanie w infrastrukturę, duża zmienność występująca na rynku.

W omawianych funduszach, zarówno otwartych, jak i zamkniętych, ważne są uzgodnienia dotyczące korzyści osiąganych przez inwestorów (*limited partners*) oraz zarządzających funduszem. Inwestorzy płacą prowizje, których wysokość (zwykle 1%-2%) jest ustalana w różny sposób, np. od wysokości kapitału zaangażowanego w fundusz, wartości netto kapitału funduszu czy innych wielkości. Inwestorzy mogą również płacić prowizję od uzyskanych wyników funduszu. Płatność ta (*carried interest*) uprawnia zarządzających do otrzymania premii za sukces inwestycyjny. Jest ona wyrażona w procentach od zysku osiągniętego ponad cel inwestycyjny, wyrażany w % (*hurdle rate*), często w wysokości 8%-12%. Inwestorzy ponoszą także inne prowizje, np. na rzecz banków inwestycyjnych, doradztwa finansowego itd.³².

4.2. Wybrane kwestie ryzyka oraz wyników funduszy infrastrukturalnych

Inwestowanie w infrastrukturę, podobnie jak w każde inne aktywa, obarczone jest ryzykiem. Duże projekty infrastrukturalne są ze swej natury ryzykowne, dlatego też identyfikacja ryzyka oraz jego alokacja należą do kluczowych czynników sukcesu projektu.

Ryzyko projektów inwestycyjnych jest rozpatrywane z różnych stron, np. w kontekście segmentu infrastruktury (infrastruktura transportu, energetyczna itd.), rodzaju projektu (nowy, polegający na przebudowie/rozbudowie itd.) czy też fazy rozwoju projektu infrastrukturalnego. W tym ostatnim przypadku analizuje się poszczególne rodzaje ryzyka, jakie mogą wystąpić w fazie koncepcji projektu, jego projektowania technicznego, budowy oraz eksploatacji.

Nie wdając się w rozważania nad ryzykiem w wymienionych kontekstach, warto wskazać główne i powszechnie występujące w projektach infrastrukturalnych rodzaje ryzyka, mianowicie: ryzyko budowy, popytu, katastrof (w tym siły

³² Opłaty ponoszone przez inwestorów na rzecz zarządzających uznawane są za źródło ryzyka funkcjonowania funduszy. Opłaty według modelu „2 i 20” (gdzie 2 to 2-proc. opłaty za zarządzanie, a 20 to 20-proc. premia za wyniki) uznawane jako zbyt wysokie, szczególnie biorąc pod uwagę wyniki generowane przez fundusze.

wyższej), środowiskowe, zesterzenia się infrastruktury, finansowe, inflacji, stopy procentowej, walutowe, polityczne, regulacyjne, braku akceptacji społecznej i inne. Ryzyka te są szeroko opisane w literaturze, dlatego też poniżej ograniczono się do zasygnalizowania wybranych kwestii – ważnych z punktu widzenia funduszy infrastrukturalnych – związanych z ryzykiem koncentracji oraz ryzykiem płynności.

Pierwsze z wymienionych rodzajów ryzyka, tj. ryzyko koncentracji wiąże się z działalnością szczególnie nowych funduszy. Nowy fundusz, otwarty lub zamknięty, który zaczyna rozdysponowywać środki pieniężne w celu zakupu aktywów, może być skoncentrowany na jednym lub dwóch aktywach na dłuższy okres. Jeśli aktywa te nie osiągną oczekiwanych wyników, wystąpi duże ryzyko utraty zainwestowanego kapitału. Z drugiej strony, jeśli dane aktywa przyniosą dobre wyniki i staną się dużą częścią portfela, powstanie ryzyko nadmiernej ekspozycji na jedno aktywo.

Drugim wspomnianym ryzykiem jest ryzyko płynności. Oznacza ono możliwość braku zdolności do wyjścia z aktywów infrastruktury w odpowiednim czasie i/lub na korzystnych warunkach. Aktywa infrastrukturalne są bardzo duże pod względem skali i zaangażowanego kapitału, co istotnie wpływa na wydłużenie typowego czasu niezbędnego do zbycia tych aktywów. Ponadto, zarządzający funduszem – otwartym czy też zamkniętym – będą narażać inwestorów na zamrożenie ich kapitału na pewien okres.

W przypadku funduszy nienotowanych publicznie, zarówno funduszy otwartych, jak i zamkniętych, natychmiastowe upłynnienie aktywów nie jest możliwe. Dla zarządzających funduszem niemożliwe jest natychmiastowe zlikwidowanie lub zredukowanie ekspozycji aktywów. Inwestorzy instytucjonalni o dużych wymaganiach wobec przepływów pieniężnych funduszu muszą zatem być tego świadomi. W funduszach otwartych utrzymanie płynności mogą ułatwiać nowi inwestorzy wchodzący do funduszu, umożliwiając refinansowanie aktywów czy też uzyskiwanie przepływów pieniężnych z aktywów, których sprzedaż nie jest wymuszona. W każdym typie funduszu zarządzający narażeni są na sprzedaż aktywów ze stratą, kiedy muszą dokonywać wypłat wymaganych przez niektórych inwestorów, pogarszając równocześnie sytuację pozostałych inwestorów funduszu³³.

Dla inwestora parametrem o fundamentalnym znaczeniu, rozważanym w powiązaniu z ryzykiem, jest stopa zwrotu z dokonanej inwestycji. W inwestowaniu w fundusze infrastrukturalne zdecydowanie łatwiej jest ocenić finansową opłacalność inwestycji w przypadku funduszy notowanych publicznie,

³³ E. Francis, op. cit., s. 17.

gdzie odpowiednie dane są powszechnie dostępne. Dlatego też można zadać pytanie, czy wyniki funduszy notowanych na giełdzie mogłyby służyć jako przybliżenie dla wyników funduszy nienotowanych. Rozwiązanie takie nie znajduje jednak uznania w praktyce, gdyż wyniki obydwu rodzajów funduszy nie są w pełni porównywalne. Wyniki funduszy notowanych na giełdzie są bardziej zmienne, gdyż podobnie jak ceny akcji, ulegają codziennym wahaniom³⁴.

Główna zaleta funduszu otwartego w stosunku do funduszu zamkniętego wywodzi się z charakteru samych aktywów podstawowych. Aktywa te są ze swej natury długotrwałe, a więc i inwestor powinien być inwestorem długoterminowym. Z tego wynika, że fundusz zamknięty ma mniejszą elastyczność, gdyż nie zawsze może realizować zasadę, zgodnie z którą aktywa powinny być sprzedawane tylko wówczas, kiedy przynosi to funduszowi zysk.

W inwestycjach o ustalonym okresie (w funduszach zamkniętych) wewnętrzna stopa zwrotu obliczona jest dla całego okresu trwania funduszu, a więc uzależniona jest od wielu czynników, jakie mogą wystąpić w długim czasie, w tym także od wewnętrznych uregulowań dotyczących różnych wydatków. Prawidłowa ocena funduszu jest zatem możliwa dopiero po zakończeniu działalności funduszu i upłynięciu wszystkich jego aktywów.

Znaczącą przyczyną trudności w ocenie funduszy infrastrukturalnych nienotowanych publicznie jest wspomniany wcześniej brak transparentności. Dane charakteryzujące wyniki poszczególnych funduszy są bowiem często niespójne, gdyż ograniczony bywa dostęp do historii uzyskiwanych wyników, brakuje pewności co do rzetelności wyników, standardy raportowania są niejednolite, zróżnicowane są inwestycje bazowe poszczególnych funduszy, a także benchmark każdego funduszu³⁵.

Czynniki te są niekorzystne dla inwestorów, ponieważ brak długookresowych i miarodajnych danych o wynikach funduszy utrudnia im dokonanie oceny zasadności uwzględniania aktywów infrastrukturalnych w swoich portfelach. Pomocnym sposobem w takiej sytuacji może być ocena potencjalnych przepływów pieniężnych poszczególnych rozważanych aktywów, na podstawie wiedzy dotyczącej relacji „stopa zwrotu/ryzyko” różnych typów aktywów infrastrukturalnych nienotowanych publicznie.

³⁴ Ibid., s. 18.

³⁵ Problematyka znaczenia benchmarku dla inwestujących w infrastrukturę jest szeroko przedstawiona w opracowaniu: *Towards Efficient Benchmarks for Infrastructure Equity Investments*. An EDHEC-Risk Institute Publication, 2013. Zob. również J. Bachher, R. Orr, D. Settel, *Benchmarks for Unlisted Infrastructure*. Part 1 i 2. Investment Risk and Performance, CFA Institute, 2012.

Podsumowanie

W artykule skoncentrowano uwagę na wybranych zagadnieniach infrastruktury, rozpatrywanej przede wszystkim z punktu widzenia inwestora. Ukazując działalność prywatnych funduszy infrastrukturalnych, starano się w pierwszej kolejności podkreślić niezbędność kapitału prywatnego w rozwoju infrastruktury.

Inwestorzy angażujący się w sektorze infrastruktury są współcześnie bardzo zróżnicowani. Funkcjonuje bowiem szeroka gama podmiotów uczestniczących w prywatyzacji, podmiotów inwestujących na podstawie koncesji, a także podmiotów inwestujących zarówno w formie bezpośredniej, jak i pośredniej, notowanych publicznie oraz nienotowanych publicznie.

Prywatne fundusze infrastrukturalne stanowiące jedną z form inwestowania rozwijają się na świecie od około 20 lat. Obecnie gromadzą one około 20 mld USD rocznie, w tym kapitał udziałowy stanowi około 90%, zaś liczba zarejestrowanych, dokonywanych przez nie transakcji w ostatnich latach wynosiła od 250 do 300. Udział Europy w aktywności tych funduszy na świecie wynosi około 50%³⁶.

Jak pokazuje doświadczenie, fundusze infrastrukturalne, zarówno notowane, jak i nienotowane publicznie, wykazują wyraźne cechy. W porównaniu z innymi formami inwestowania oferują inwestorom stopę zwrotu w wysokości około 10%-12%, a także niższe ryzyko, m.in. dzięki dywersyfikacji portfeli oraz ryzyku specyficznemu dla infrastruktury³⁷.

Na podstawie licznych analiz, których wyniki przedstawiane są w światowej literaturze, można stwierdzić, że infrastruktura w ogóle, w tym fundusze infrastrukturalne, oferuje inwestorom korzystne możliwości, których wykorzystanie może służyć racjonalnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

Według opinii specjalistów rynek funduszy infrastrukturalnych, pomimo ich dwudziestoletniej historii, ciągle znajduje się we wczesnych fazach swojego rozwoju. Wiele ze stosowanych w funduszach infrastruktury struktur (rozwiązań) jest opartych na przykładach funduszy *private equity* lub funduszy nieruchomościowych, aczkolwiek sektor infrastruktury zaczyna rozwijać własne struktury, odzwierciedlające swe unikalne profile „stopa zwrotu-ryzyko”. Trzeba jednak mieć na uwadze, że w ramach samego sektora infrastruktury profile te są bardzo zróżnicowane. Oznacza to, że wraz z rozwojem sektora, stanie się niemożliwe, aby istniało tylko jedno rozwiązanie, które będzie pasowało do wszystkich przypadków. Niezbędne zatem będzie tworzenie takich struktur funduszu oraz warunków i czasu

³⁶ G. Inderst, *Private Infrastructure*, op. cit., s. 20.

³⁷ K. DePonte, *What are Infrastructure Funds?* [w:] *The Definitive Guide to Infrastructure Fundraising*, PEI Media Ltd, 2009, s. 12.

jego trwania, które będą odpowiadały wymaganiom inwestorów oraz strategiom inwestycyjnym zarządzających funduszem³⁸.

Dla rozwoju rynku funduszy infrastrukturalnych, oprócz doskonalenia samego mechanizmu ich funkcjonowania, pomocna jest polityka gospodarcza państwa, która może prowadzić do większej podaży aktywów infrastrukturalnych dla prywatnych inwestorów, np. poprzez prywatyzację infrastruktury. Państwo może również okazać istotną pomoc inwestującym – tak znaczącą w przypadku infrastruktury ze względu na wysokie ryzyko polityczne i regulacyjne – poprzez tworzenie solidnych (wiarygodnych) ramowych warunków inwestowania. Przy spełnieniu tych warunków, inwestowanie w infrastrukturę, w tym poprzez fundusze inwestycyjne, może być atrakcyjne dla inwestorów i równocześnie służyć większej podaży infrastruktury dla społeczeństwa.

Jak można sądzić, omawiane fundusze infrastrukturalne będą odgrywać coraz większą rolę w rozbudowie infrastruktury w Polsce. Wynika to w znacznej mierze z ogromnej skali niezbędnych inwestycji infrastrukturalnych, dla których zapewnienie finansowania ze środków publicznych na wymaganym poziomie jest niemożliwe. Udział kapitału prywatnego będzie więc niezbędny. Jak wynika z danych GUS, deficyt sektora publicznego w 2012 r. wynosił 3,9% PKB. Głównym sposobem obniżania deficytu strukturalnego w następnych latach są i jak można przypuszczać nadal będą ograniczenia inwestycji publicznych. W 2012 r. udział tych inwestycji w PKB obniżył się z 5,7% do 5,2% a w 2013 r. wyniósł 4,3%. Drugim czynnikiem ograniczającym omawiane inwestycje będzie mniejszy napływ w latach 2012-2016 środków unijnych przeznaczonych na rozwój infrastruktury. Omawiana sytuacja oraz wspomniane wcześniej zalety inwestowania w infrastrukturę mogą zatem stanowić zachętę dla różnych form angażowania kapitału prywatnego, w tym także dla funduszy infrastrukturalnych.

Przykładem może być fundusz „PKO Infrastruktury i Budownictwa Globalny”, który jest subfunduszem o ściśle określonym zakresie inwestowania. Mianowicie inwestuje w spółki związane z inwestycjami infrastrukturalnymi, rynkiem deweloperskim, budownictwem komercyjnym oraz producentami materiałów dla tej branży, operujących na różnych rynkach świata. Zgodnie z deklarowaną polityką 60% aktywów subfunduszu lokowanych jest w instrumenty o charakterze udziałowym, przy czym 30% aktywów stanowią papiery emitowane przez spółki działające w sektorze nieruchomości, budownictwa i logistyki, w tym zwłaszcza w zakresie inwestycji w infrastrukturę³⁹.

³⁸ Ibid., s. 13.

³⁹ www.pkotfi.pl (5.02.2014).

Inwestowaniem w infrastrukturę w Polsce zainteresowane będą w coraz większym stopniu fundusze zagraniczne. Przykładem jest wymieniony w tabeli 2 fundusz Alinda Global Core Infrastructure Fund, którym zarządza Alinda Capital Partners, będąca jedną z największych na świecie firm inwestycyjnych w zakresie infrastruktury. Alinda jest niezależną firmą, będącą w całości własnością jej Partnerów, skupiającą się wyłącznie na inwestycjach w infrastrukturę. W ostatnich 7,5 latach Alinda zainwestowała ponad 8 mld USD w aktywa o charakterze udziałowym, w spółkach portfelowych sektora infrastruktury, funkcjonujących w 33 stanach USA, a także w Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Holandii, Austrii, Belgii i Luksemburgu. Spółki te, zatrudniając ponad 15 tys. osób, świadczą usługi dla 100 mln klientów rocznie w ponad 400 miastach na całym świecie. Inwestorami Alindy są głównie fundusze emerytalne dla pracowników sektorów publicznego i prywatnego⁴⁰.

W Polsce Alinda zainwestowała w grudniu 2013 r.; inwestycja polegała na zakupie 100% akcji spółki „Emitel” od wiodącego europejskiego funduszu private equity Montagu Private Equity („Montagu”). Spółka „Emitel” jest właścicielem i operatorem ogólnopolskiej radiowo-telewizyjnej infrastruktury nadawczej.

Fundusz „Montagu” był właścicielem spółki „Emitel” od połowy 2011 r., kiedy kupił ją za 1,73 mld zł od „Telekomunikacji Polskiej”. Będąc jej właścicielem, zrealizował program inwestycyjny, którego rezultatem było unowocześnienie posiadanej infrastruktury i w konsekwencji wzrost przychodów i rentowności⁴¹.

Skala działalności funduszy infrastrukturalnych w Polsce jest obecnie nieduża. Niemniej jednak wskazane przykłady, w których uczestniczyły czołowe fundusze infrastrukturalne na świecie, pozwalają sądzić, iż Polska może być miejscem, w którym w coraz większym stopniu będą inwestować fundusze zagraniczne oraz powstawać polskie fundusze infrastrukturalne. Przesłanką rozwoju ich udziału w finansowaniu infrastruktury w Polsce jest duża luka infrastrukturalna, dlatego też jej zmniejszaniu musi służyć polityka gospodarcza państwa. Jak wcześniej wspomniano, może ona polegać np. na dążeniu do ograniczania ryzyka inwestowania, w tym – istotnego w przypadku inwestycji infrastrukturalnych – ryzyka regulacyjnego oraz politycznego, czy też może polegać na wspomaganie inwestorów prywatnych itd. Jest to warunek, iż ta coraz bardziej znacząca forma inwestowania w infrastrukturę na świecie rozpowszechni się także w Polsce.

⁴⁰ <http://www.alinda.com/> (5.02.2014).

⁴¹ <http://emi.emitel.pl> (5.02.2014).

Literatura

- 2013 Preqin Investor Network. Global Alternatives Report (www.preqin.com/pin).
- Bachher J., Orr R., Settel D., Benchmarks for Unlisted Infrastructure. Part 1 i 2.
- Beeferman L., Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper "Capital Matters", No. 3, Harvard Law School, December 2008.
- Beker G., Posner R., Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego, Oficyna a Wolter Kluwer business, Warszawa 2013.
- Bitsch F., Buchne A., Kaserer Ch., Risk, Return and Cash Flow Characteristics of Infrastructure Fund Investments, EIB Papers, 2010, Vol. 15, Iss. 1.
- Brealey R., Cooper I., Habib M., Using Project Finance to Fund Infrastructure Investment, "Journal of Applied Corporate Finance" Fall 1996, Vol. 9.3.
- Brzozowska K., Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance, CedeWu.PL, Warszawa 2005.
- Can Infrastructure Investing Enhance Portfolio Efficiency? Credit Swiss, Basset Management, White Paper, May 2010.
- De Ponte K., What are Infrastructure Funds? [w:] The Definitive Guide to Infrastructure Fundraising, PEI Media Ltd, 2009.
- Della Croce R., Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 29, OECD, November 2012.
- Francis E., Infrastructure Position Paper. Marquette Associates, Chicago, October 2011.
- Guide to Infrastructure Investing, J.P. Morgan Asset Management.
- Inderst G., Infrastructure as an Asset Class, "EIB PAPERS" 2010, Vol. 15, No. 1.
- Inderst G., Private Infrastructure Finance and Investment in Europe, European Investment Bank, Working Papers, 2013/2.
- Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year, McKinsey & Company, 2013.
- Infrastructure to 2030. Volume 2. Mapping Policy for Electricity, Water and Transport, OECD 2007.
- Investment Risk and Performance, Cfa Institute, 2012.
- Listed Infrastructure Investing. Russel Open World, (www.russell.com/documents/uk/institutional-investors/Brochure_Listed_Infrastructure_Investing_2008_11.pdf, 20.01.2014).
- Marcinek K., Specyfika oraz finansowanie dużych projektów infrastrukturalnych [w:] Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty, red. H. Henzel, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005.
- Orr R., The Rise of Infrafunds, Global Infrastructure Report 2007.
- Pension Funds Investment in Infrastructure. A Survey, OECD, September 2011.

Sharma R., The Potential of Private Institutional Investors for Financing Transport Infrastructure, Discussion Paper No. 2013-14, International Transport Forum at the OECD, Paris 2013.

The Green Investment Report. The Ways and Means to Unlock Private Finance for Green Growth, World Economic Forum, Geneva 2013.

Top 10 Infrastructure projects, Infrastructure investor (www.infrastructureinvestor.com, 24.01.2014).

Towards Efficient Benchmarks for Infrastructure Equity Investments, An EDHEC-Risk Institute Publication, 2013.

Weber B., Alfen H., Infrastructure as an Asset Class, John Wiley & Sons, Chichester 2010.

www.alinda.com (5.02.2014).

www.emi.emitel.pl (5.02.2014).

www.pkotfi.pl (5.02.2014).

INFRASTRUCTURE FUNDS AS A FORM OF INDIRECT INVESTING IN THE INFRASTRUCTURE SECTOR

Summary

This article seeks to shed light on the complex nature of investing in public infrastructure sector. Governments around the world are decreasing their investment in that sector, creating a new asset class for investors. This tendency has led to emergence of innovative financing tools, such as private infrastructure funds, which allow many countries to finance large infrastructure projects. The article presents the characteristics of these funds in the world, and indicated the desirability of their development in Poland.