

Krzysztof Borowski

SZTUKA INWESTOWANIA W SZTUKĘ



Difin

Motto:

Pod koniec XIX w. amerykański magnat stalowy i kolekcjoner dzieł sztuki Henry Clay Frick stwierdził, że: *Zdarza się, iż niektóre obrazy rosną w cenie czasem sto, tysiąc razy szybciej niż certyfikaty najlepiej zarządzanych spółek akcyjnych*¹.

Żonie

¹ Źródło: strona internetowa: http://en.wikipedia.org/wiki/Henry_Clay_Frick (16.08.2013).

SZTUKA INWESTOWANIA W SZTUKĘ

Copyright © Difin SA
Warszawa 2013

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej pracy bez zgody wydawcy zabronione.

Książka ta jest dziełem twórcy i wydawcy.

Prosimy, abyś przestrzegał praw, jakie im przysługują.

Jej zawartość możesz udostępnić nieodpłatnie osobom bliskim
lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie.

Jeśli cytujesz jej fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie
zaznacz, czyje to dzieło. A kopiując jej część, rób to jedynie
na użytek osobisty. Szanujmy cudzą własność i prawo.

Recenzent

dr hab. prof. SGH Paweł Niedziółka

Projekt okładki

Mikołaj Miodowski

Redaktor prowadząca

Maria Adamska

ISBN 978-83-7930-101-0

Difin SA

Warszawa 2014, dodruk – wydanie poprawione

ul. F. Kostrzewskiego 1, 00-768 Warszawa,

tel.: 22 851 45 61, 22 851 45 62,

faks: 22 841 98 91

Księgarnie internetowe Difin:

www.ksiegarnia.difin.pl, www.ksiegarniasgh.pl

Skład i łamanie: Poligrafia, tel. 605 105 574

Wydrukowano w Polsce

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
1. INWESTYCJE ALTERNATYWNE	13
1.1. Podział inwestycji alternatywnych	14
1.2. Elementy charakterystyczne rynku inwestycji alternatywnych	23
1.3. Koniunktura gospodarcza a rynek instrumentów alternatywnych	31
1.4. Budowa portfela inwestycyjnego z wykorzystaniem inwestycji alternatywnych	33
1.4.1. Przykłady budowy portfela inwestycyjnego z wykorzystaniem aktywów alternatywnych	38
1.5. Inwestycje alternatywne w portfelach polskich menedżerów	44
1.6. Podatki w przypadku inwestycji alternatywnych	46
2. RYNEK DZIEŁ SZTUKI	48
2.1. Czynniki wpływające na cenę dzieł sztuki	52
2.2. Tworzenie portfolio dzieł sztuki	54
2.3. Domy aukcyjne i galerie	60
2.3.1. Polskie domy aukcyjne	75
2.4. Aukcje i portale internetowe w Polsce	79
2.5. Rola mecenatów i marszandów na rynku sztuki	83
2.6. Fałszerstwa, repliki i zniszczenia dzieł sztuki	87
2.7. Targi sztuki	91
2.8. Wypożyczalnie dzieł sztuki	96

3. ART BANKING I FUNDUSZE RYNKU SZTUKI	97
3.1. Fundusze inwestycyjne na rynku dzieł sztuki	109
4. INDEKSY RYNKU SZTUKI	117
5. RYNEK DZIEŁ SZTUKI A RYNEK AKCJI	131
6. EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI NA RYNKU SZTUKI	140
7. RYNEK DZIEŁ SZTUKI NA ŚWIECIE	148
7.1. Rok 2012 na rynku dzieł sztuki na świecie	152
7.2. Rynek dzieł sztuki tworzonych przez kobiety	162
7.3. Rynek dzieł sztuki w I półroczu 2013 r.	164
8. RYNEK DZIEŁ SZTUKI W POLSCE	168
8.1. Profil polskiego rynku sztuki	171
8.2. Przykładowe stopy zwrotu na polskim rynku dzieł sztuki	179
8.3. Rekordy cenowe na polskim rynku sztuki	183
8.4. Kompas Sztuki i Kompas Młodej Sztuki	190
9. RYNEK GRAFIKI ARTYSTYCZNEJ	194
10. RYNEK PLAKATU	196
11. RYNEK FOTOGRAFII	200
12. RYNEK INKOGRAFII	210
13. NAJNOWSZE TRENDY NA RYNKU SZTUKI	212
ZAKOŃCZENIE	218
BIBLIOGRAFIA	221
ZAŁĄCZNIK	230

WSTĘP

Inwestycje alternatywne stały się na przestrzeni ostatnich kilku lat jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego. Można wskazać wiele czynników odpowiedzialnych za tego typu proces. Do podstawowych z pewnością należy dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych, jaką przeprowadzili inwestorzy w trakcie kryzysu finansowego zapoczątkowanego latem 2007 r.¹. Innym jest chęć poszukiwania nowych możliwości inwestycyjnych wtedy, gdy na rynku kapitałowym dominuje tendencja spadkowa². Kolejnymi czynnikami są: działalność promocyjna i edukacyjna podmiotów operujących na rynku inwestycji alternatywnych w celu przyciągnięcia nowych klientów, coraz powszechniejszy dostęp do narzędzi inwestycyjnych, a w Polsce także zwolnienie z podatku dochodowego przy sprzedaży dzieła, które pozostawało w posiadaniu kolekcjonera przez co najmniej sześć miesięcy od daty zakupu³.

W ciągu ostatnich kilku dziesięcioleci rynek sztuki okazał się szybko rozwijającym się i złożonym segmentem współczesnych finansów. Wraz ze wzrostem gospodarczym pojawia się coraz większa grupa zamożnych osób, które

¹ Wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa zwiększa się zainteresowanie inwestycjami na rynku sztuki. Choć wartość emocjonalna jest nadal najważniejszym motywem dla inwestorów decydujących się kupować dzieła sztuki, to coraz istotniejszą rolę odgrywa również potrzeba dywersyfikacji portfela majątkowego. Według Deloitte 59 proc. ekspertów rynku sztuki stwierdziło, że ich klienci kierują się dywersyfikacją portfela jako czynnikiem motywującym do inwestycji w sztukę. Źródło: Deloitte „Art & Financial Report”, 2013, s. 13.

² W 2009 r. Banca Monte dei Paschi di Siena przeprowadził analizę, która potwierdziła opinię o sztuce jako *shelter asset*, czyli klasie aktywów odpornej na kryzys finansowy i mogącej służyć jako schronienie (*shelter*) dla środków finansowych inwestorów.

³ Przy założeniu, że zakup dzieła nie stanowił działalności gospodarczej kolekcjonera – to zagadnienie zostanie poruszone w rozdziale 1.5.

rozpoczęły inwestycje na rynku sztuki, a dodatkowym bodźcem jest fakt, że przez lata sztuka przynosiła inwestorom znaczące, długoterminowe stopy zwrotu. W wyniku wzrostu popytu na sztukę jej ceny dynamicznie zwiększają i nic nie wskazuje na zatrzymanie tej tendencji w najbliższym czasie – inwestycje na tym rynku przynosić mogą dodatkowe dochody pochodzące z wynajmu dzieł sztuki galeriom czy pasjonatom. Inwestycje w sztukę jednakże, jak żadna inna inwestycja finansowa, oferują dodatkowe korzyści w formie osobistego zadowolenia. Dlatego inwestycje w sztukę nie powinny być oceniane jedynie przez pryzmat potencjału inwestycyjnego. Inwestor powinien angażować się w zakup dzieł sztuki, posługując się dobrym gustem, aby móc, w oczekiwaniu na przyszłe zyski ze sprzedaży, wzbogacić o wartości estetyczne swoje mieszkanie lub biuro.

W przypadku rynku dzieł sztuki trzeba pamiętać, że jest to dziedzina nieprzewidywalna, a na wartość dzieła wpływa wiele czynników wewnętrznych i zewnętrznych, często trudnych do zidentyfikowania. Poza tym dzieła sztuki są z zasady unikalne, dlatego trudno jest samodzielnie określić właściwą wartość dzieła. W procesie inwestycji w sztukę niezbędna jest pomoc doradcy profesjonalnego eksperta z tej dziedziny. Doświadczony doradca jest w stanie zlokalizować pożądane dzieło sztuki poprzez rynki międzynarodowe, aukcje czy prywatne oferty. Do czynników decydujących o wzroście popularności inwestowania w sztukę w ostatnim czasie niewątpliwie można zaliczyć następujące fakty⁴:

- 1) społeczeństwo jest coraz lepiej wykształcone i w związku z tym zgłasza popyt na coraz bardziej złożone dobra luksusowe,
- 2) mimo to, że społeczeństwo jest lepiej wykształcone, czyta mniej. Współczesna kultura zdominowana jest bowiem przez telewizję i YouTube'a. W ten sposób dochodzi do rozpowszechnienia intelektualnej przyjemności dostarczanej za sprawą zmysłu wzroku,
- 3) globalizacja doprowadziła też do łatwiejszego przekraczania granic przez sztukę. Może stanowić zatem *lingua franca* i wspólny przedmiot zainteresowań wielu osób, czego nie mogą formy kulturowe przywiązane do słów,
- 4) świat sztuki jest odizolowany od wpływu czynników politycznych.

Przy wycenie sztuki najważniejszy jest aspekt estetyczny⁵. Inne czynniki, które wpływają na cenę dzieła, to: rzadkość, poprzedni właściciele oraz znaczenie historyczne. Poza tym należy zwracać uwagę na rozmiar dzieła, materiał, z którego został wykonany, oraz na temat dzieła. Ważne jest, aby dbać o edukację w dziedzinie standardów obowiązujących w sektorze oraz śledzić najnowsze

⁴ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 14.

⁵ Nie można jednak zapominać o ekonomicznej wartości każdego dzieła – 57 proc. światowych banków świadczących usługę *private banking* wskazało znalezienie adekwatnej metody podawania ekonomicznej wartości każdego dzieła jako istotne dla rynku sztuki (w 2011 r. było to 50 proc. badanych banków). Na podstawie: Deloitte „Art & Financial Report, 2013, s. 37.

trendy⁶. Trzeba też zdawać sobie sprawę, że kolekcjonowanie sztuki dla niektórych jest nałogiem, a „prawdziwe dzieło sztuki nie męczy cię, gdy na nie patrzysz”⁷.

Interesująco przedstawia się podejście jednego z największych artystów A. Warhola, który o połączeniu biznesu i sztuki wypowiedział się w sposób następujący: „Dobre prowadzenie biznesu to najbardziej fascynujący rodzaj sztuki. Zarabianie jest sztuką i praca jest sztuką, a dobry biznes jest najwyższą sztuką”⁸.

Rynek dzieł sztuki jest bardzo złożony i różnorodny w porównaniu z rynkami papierów wartościowych. O ile akcje znajdują się w ciągłym obrocie, a informacja dotycząca ceny jest bezpośrednio dostępna, o tyle na rynku sztuki każde dzieło jest unikalne, a właściciel dzieła posiada niejako monopol na nie⁹. Na rynku sztuki ceny dostępne zainteresowanym inwestorom to te, które ogłaszane są publicznie w czasie trwania aukcji. Z kolei ceny pochodzące ze sprzedaży prywatnej są upubliczniane rzadko, co dodatkowo utrudnia ustalenie wartości danych dzieł. Rynek sztuki nie jest zatem tak transparentny jak rynek akcji, nie występują tu powszechnie dostępne dane o cenach zawartych transakcji, dlatego też dane liczbowe przedstawione w książce zaczerpnięte zostały z wielu źródeł. Fakt ten może prowadzić do tego, że w niektórych miejscach książki dane te mogą różnić się od siebie. Na rynku akcji różne grupy inwestorów operują w różnych ramach czasowych: krótko-, średnio- i długoterminowej, natomiast dla inwestycji na rynku sztuki charakterystyczny jest wyłącznie długookresowy horyzont inwestycyjny, a zjawisko spekulacji krótkoterminowej praktycznie nie występuje, rynek dzieł sztuki pozostawał bowiem zawsze sferą zainteresowań ludzi zamożnych, pasjonatów sztuki. Okazuje się jednak, że rynek ten oferuje wiele korzyści w kategoriach inwestycyjnych. Zatem nie jest i nie może być ignorowany przez inwestorów instytucjonalnych.

W XXI w. świat sztuki zaczął rozwijać się coraz szybciej – stał się tym samym bardziej atrakcyjny, pociągający i prestiżowy. Przeobraża się on dzisiaj w bardziej policentryczny, niż był w XX w., kiedy to najpierw Paryż, a potem Nowy Jork stanowiły jego centrum – Nowy Jork do późnych lat 70. XX w. miał status jedynie lokalnego, a nie światowego centrum sztuki: dom aukcyjny Christie’s rozpoczął działalność w tym mieście dopiero w 1977 r.¹⁰.

⁶ Curry J., *Art as an alternative investment*, Trusts & Estates, October 1998, s. 25.

⁷ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 152.

⁸ Na podstawie: Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 14.

⁹ Czy da się znaleźć racjonalne uzasadnienie faktu, że obrazy Agaty Kleczkowskiej są wyżej cenione od dzieł Leona Tarasewicza? Handel sztuką to handel emocjami. Ile kosztowałyby obrazy Leona Tarasewicza lub Marty Kochanek-Zbroja, gdyby handlował nimi znany mecenas sztuki Andrzej Starmach?

¹⁰ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 31–32.

Pojęcie „świat sztuki” jest szersze niż „rynek sztuki”. Słowo „rynek” odnosi się do jednostek, które kupują i sprzedają prace (marszandów, kolekcjonerów, domów aukcyjnych), a wiele osób ze świata sztuki (krytycy, mecenasi i sami artyści) nie są na co dzień bezpośrednio zaangażowani w to komercyjne zajęcie. Świat sztuki to sfera, w której wielu ludzi nie tylko pracuje, ale mieszka na stałe. Światem sztuki kieruje coś w rodzaju „symbolicznej ekonomii”, w ramach której ludzie wymieniają się myślami, ideami. Przedmiotem tej debaty jest więc raczej ich kulturotwórcza wartość niż wartość określana przez brutalną wycenę¹¹. Patrząc na rynek sztuki od strony komercyjnej, można w nim wyróżnić cały szereg ekonomicznych działalności, jak np. sprzedaż aukcyjną, sprzedaż w galeriach sztuki, sprzedaż za pośrednictwem internetu, usługi analityczne, wypożyczanie dzieł sztuki. W skład zestawienia Art Industry Scorecard stworzonego przez Skate’s weszło 100 największych przedsiębiorstw operujących na rynku sztuki na całym świecie lub prowadzących obok działalności podstawowej także sprzedaż na tym rynku¹². Udział poszczególnych typów działalności gospodarczej w całym rynku sztuki w ustalonym przez Skate’s Art Industry Scorecard został przedstawiony w tabeli 1. Wynika z niej, że na rynku sztuki dominującą rolę – duopolu – ma sprzedaż aukcyjna i sprzedaż w galeriach.

Tabela 1. Udział poszczególnych rodzajów działalności w przemyśle sztuki wg Skate’s

Rodzaj działalności	Liczba firm wchodzących w skład Art Industry Scorecard, które zadeklarowały taką aktywność
Sprzedaż aukcyjna	29
Sprzedaż w galeriach	26
E-commerce	12

¹¹ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 10.

¹² W przypadku firm, których podstawowa działalność koncentruje się na rynku sztuki, nie bierze się pod uwagę przychodów z innej działalności. Jeśli zaś firma wchodzi w skład holdingu prowadzącego działalność w postaci sprzedaży dzieł sztuki, uwzględnia się całą działalność grupy. W uzasadnionych przypadkach podano dane dotyczące tylko działalności jednej ze spółek całego holdingu – w szczególności jeśli działalność spółki córki na rynku sztuki jest znacząca, a spółka matka lub pozostałe spółki holdingu koncentrują swoją podstawową działalność w innych sektorach. W rankingu uwzględnia się również przedsiębiorstwa prowadzące inną działalność na rynku sztuki niż sprzedaż – np. edukacyjną, medialną, logistyczną, depozytową i marketingową, służącą wzmocnieniu rynku sztuki – por. Skate’s, *Annual art investment report. Part I*, New York 2012, s. 34.

Analizy i badania, prowadzenie baz danych ¹³	9
Zarządzanie portfelem dzieł sztuki	8
Wypożyczanie dzieł sztuki	7
Publikacje ¹⁴	7
Online media	6
Fundusze dzieł sztuki	5
Ubezpieczenia	4
Organizowanie wydarzeń poświęconych promocji sztuki	2
Edukacja ¹⁵	2
Działalność prawna na rynku sztuki	1

Źródło: Skate's, *Annual art investment report. Part II*, New York 2012, s. 7.

Można też znaleźć opis świata sztuki jako pozbawioną hierarchii scenę, na której artyści pochodzący z niższej klasy średniej piją szampana z wysoko opła-

¹³ Najważniejszymi firmami w tym sektorze są: Artfacts.Net (Niemcy), ArtTactic and Invaluable (Wielka Brytania), Art Economics (Irlandia), Artprice (Francja) i Beautiful Asset Advisors (USA). Na portalach internetowych tych firm zamieszczane są także prognozy dotyczące kształtowania się cen w poszczególnych segmentach rynku sztuki.

¹⁴ Największymi firmami działającymi na rynku publikacji poświęconych sztuce są: Taschen, Umberto Allemandi & Co. oraz Phaidon. Działalność Taschen i Phaidon koncentruje się na wydawaniu najwyższej jakości książek poświęconych historii sztuki i biografii artystów. Z kolei działalność Umberto Allemandi & Co. jest bardziej zdywersyfikowana – oprócz publikacji książek poświęconych problematyce sztuki wydaje też czasopisma, takie jak: „Antologia di Belle Arti”, „Il Giornale dell’Arte”, „Il Giornale dell’Architettura” oraz uznany w świecie kolekcjonerów: „The Art Newspaper” uchodzący za jeden z najważniejszych periodyków na rynku sztuki. Innym liczącym się wydawnictwem jest nowojorski Brant Publications edytujący następujące tytuły: „Interview”, „Art in America”, „Modern” i „The Magazine Antiques”. Z kolei na rynku online niekwestionowaną pozycję lidera zajmują: Louise Blouin Media, Art Daily i A&F Markets. Louise Blouin Media oprócz serwisów online (będąc właścicielem portalu Artinfo) prowadzi też działalność wydawniczą (Art+Auction i Modern Painters), a także jest właścicielem fundacji Louise Blouin Foundation. Oprócz wyżej wymienionych portali kolekcjonerzy mogą też wymieniać się informacjami na takich stronach internetowych, jak: ArtSlant, Pictify, ArtStack, ARThood i Fluxguide.

¹⁵ Na rynku edukacji z zakresu sztuki warto wspomnieć o instytucie prowadzonym przez Sotheby's (Sotheby's Institute of Art), a także o Christie's Education i Drouot Formation. Na uniwersytetach w Manchesterze i w Nowym Jorku wykładane są przedmioty z dziedziny sztuki przez specjalistów odpowiednio z londyńskiego i nowojorskiego Sotheby's. Oprócz studiów magisterskich oferowane są też kursy semestralne, letnie, dzienne lub wieczorowe oraz online. Z kolei Christie's Education akredytowany przy Uniwersytecie w Glasgow ma trzy oddziały – w Londynie, Nowym Jorku i Hongkongu oferujące studentom wszechstronne studia pozwalające im uzyskać stopień magistra, a oprócz tego także kursy z dziedziny sztuki. Oferta Drouot Foundation skierowana jest głównie do profesjonalistów. Na podstawie strony internetowej: <http://www.christies-education.com> (9.09.2013).

canyimi menedżerami funduszy hedgingowych, mecenasami, projektantami mody i innymi „kreatywnymi”. Nie jest to świat egalitarny czy demokratyczny¹⁶.

Na koniec warto zauważyć, że przed II wojną światową polska inteligencja kolekcjonowała sztukę, a pasja ta często była przekazywana z pokolenia na pokolenie – już dziecko wiedziało, że sztuka jest ważna. Takiego osobistego przykładu brakowało w okresie PRL. Aktualnie osób kolekcjonujących sztukę jest proporcjonalnie mniej niż przed II wojną światową, a tak dużej luki nie da się odrobić z dnia na dzień, zwłaszcza że w społeczeństwie polskim nadal nie ma silnego, stabilnego mieszczaństwa. Z kolei młodzi Polacy nie dysponują jeszcze środkami finansowymi pozwalającymi na zakup najdroższych dzieł sztuki. Być może Polacy kupowaliby więcej sztuki, gdyby wzorem innych krajów zachodnich istniały zachęty podatkowe. Warto podkreślić, że znaczna część kolekcji trafia do muzeów państwowych często jako dary – tak więc w ostatecznym rozrachunku, przy stosowaniu ulg podatkowych na zakup sztuki, zyskiwałoby państwo¹⁷.

O tym, że polski rynek sztuki zaczął dynamicznie się rozwijać w ostatnim czasie, mogą jeszcze świadczyć dwa następujące fakty. W 2013 r. widoczny był wzrost zainteresowania ze strony kolekcjonerów rynkiem fotografii, na którym ceny nadal pozostają atrakcyjne w porównaniu ze światowymi – do takich wniosków doszli uczestnicy pierwszego spotkania kolekcjonerów fotografii, które odbyło się w październiku 2013 r. w Centrum Sztuki Współczesnej w Zamku Ujazdowskim. Z kolei w trakcie Warszawskich Targów Sztuki zorganizowanych również w październiku 2013 r. zaprezentowany został pierwszy w Polsce indeks rynku sztuki. Powstał on na bazie zaledwie 2162 transakcji w okresie 1990-2013 r. (co daje niecałe osiem transakcji miesięcznie), dlatego też indeks ma raczej znaczenie informacyjne niż komercyjne i trudno z jego pomocą mierzyć wysokość stóp zwrotu na polskim rynku sztuki oraz konfrontować ją ze stopami zwrotu na rynkach akcji, na których indeksy wyliczane są wielokrotnie w ciągu dnia na bazie dziesiątek czy setek tysięcy transakcji.

Na polskim rynku wydawniczym można znaleźć wiele pozycji poświęconych omówieniu poszczególnych stylów, dorobku malarzy etc. Zadaniem tej książki jest spojrzenie na świat sztuki z zupełnie innej strony – strony inwestycji, bezdusznego pieniądza, stóp procentowych i innych terminów ekonomicznych, którymi posługują się osoby profesjonalnie inwestujące w sztukę. Ale jedyną drogą do odniesienia sukcesu na rynku sztuki jest po prostu potraktowanie jej tak, jak się robi w innych segmentach rynku finansowego – bez emocji.

Na zakończenie warto dodać, że na rynku wydawniczym dostępna jest książka pani Kamy Zboralskiej pod podobnym tytułem (*Przewodnik po galeriach sztuki. Sztuka inwestowania w Sztukę*), ukazująca Czytelnikom świat sztuki od strony duchowej, artystycznej.

¹⁶ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 11.

¹⁷ Miliszkiewicz J., *Kolekcjonerów czasami ogarnia szaleństwo*, „Rzeczpospolita”, Moje pieniądze, 10.01.2013, s. F6.

1

INWESTYCJE ALTERNATYWNE

Pojęcie „inwestycje alternatywne” można utożsamiać z szerokim spektrum produktów finansowych, które nie są zaliczane do tradycyjnych form inwestowania. I tutaj pojawia się pierwsze pytanie: co kryje się pod pojęciem tradycyjnych form inwestowania? Otóż dla pewnej grupy inwestorów tradycyjnymi formami inwestowania będą akcje, obligacje oraz jednostki otwartych funduszy inwestycyjnych. Dla innej grupy uczestników rynku tradycyjnymi formami inwestowania będą również instrumenty pochodne lub produkty strukturyzowane. Jeszcze inne grono inwestorów zaliczy do tradycyjnych form inwestowania także inwestycje na rynku nieruchomości (a więc inwestycje w nieruchomości, inwestycje w papiery wartościowe rynku nieruchomości i inwestycje w certyfikaty inwestycyjne funduszy nieruchomości), inwestycje na rynku złota lub srebra (ogólnie metali szlachetnych) oraz w fundusze typu *hedge* lub konta zarządzane. Unikatowe przedmioty sztuki mogą być porównane do nieruchomości – mają bowiem status solidnych majątków, które nie „wyparują w powietrze”¹. Może się też okazać, że dzieło ozdabiające ścianę po zamienieniu go na płynne aktywa prezentuje wyższą wartość niż cały dom, w którym ono się znajduje. Niektóre prace A. Warhola są jak kawalerki w małych blokach, podczas gdy inne to penthouse’y z widokiem na cztery strony świata².

¹ Thornton S., *Siedem dni w świecie sztuki*, Propaganda, Warszawa 2011, s. 15.

² Ibidem, s. 48. Warto odnotować fakt, że po śmierci Andy’ego Warhola jego fundacja kupiła na wyprzedaży obrazy artysty z lat 80. XX w. Wtedy najwięksi marszandzi świata nie nabywali jego prac, twierdząc, że ich ceny nie będą zyskiwać w przyszłości, dlatego że będą rosły ceny dzieł Warhola tylko z lat 60. i 70. XX w. Natomiast dziś prace z lat 80., przed laty tanie i dostępne, regularnie są sprzedawane po kilka milionów dolarów. Wytrawni gracze tego nie przewidzieli, a ubogie galerie, których po śmierci Warhola nie było stać na dzieła z lat 60. XX w., z konieczności kupiły te późne i tanie prace. Dzięki temu zyskały miliony.

Czy można zatem ustalić, gdzie przebiega granica między inwestycjami alternatywnymi a tradycyjnymi formami inwestowania? Problem ten wydaje się nierozwiązywalny, aczkolwiek można dokonać takiego rozdziału ze względu na kilka kryteriów – będą one stanowiły temat kolejnego podrozdziału.

1.1. Podział inwestycji alternatywnych

Pierwszym sposobem podziału inwestycji, chyba najbardziej popularnym, jest po prostu enumeracja inwestycji na klasyczne i alternatywne. Jest to metoda uznaniowa, dlatego że o ile dla jednej grupy inwestorów tradycyjnym formami inwestowania będą akcje, obligacje oraz jednostki otwartych funduszy inwestycyjnych, o tyle dla innej grupy uczestników rynku tradycyjnymi formami inwestowania będą również instrumenty pochodne lub produkty strukturyzowane. Z kolei jeszcze inne grono inwestorów zaliczy do tradycyjnych form inwestowania też inwestycje na rynku nieruchomości (a więc inwestycje w nieruchomości, inwestycje w papiery wartościowe rynku nieruchomości i inwestycje w certyfikaty inwestycyjne funduszy nieruchomości), inwestycje na rynku złota lub srebra (ogólnie metali szlachetnych) oraz w fundusze typu hedge lub konta zarządzane. Sposób przeprowadzenia podziału pozostaje w ścisłym związku z wiedzą i doświadczeniem inwestora w alokowaniu aktywów na rynkach finansowych. Innymi czynnikami mającymi wpływ na przeprowadzany przez inwestora podział są: wiek, poziom wykształcenia oraz wartość portfela inwestora³. Wraz z wiekiem, wzrostem poziomu wykształcenia oraz zamożności inwestora zwiększa się jego skłonność do:

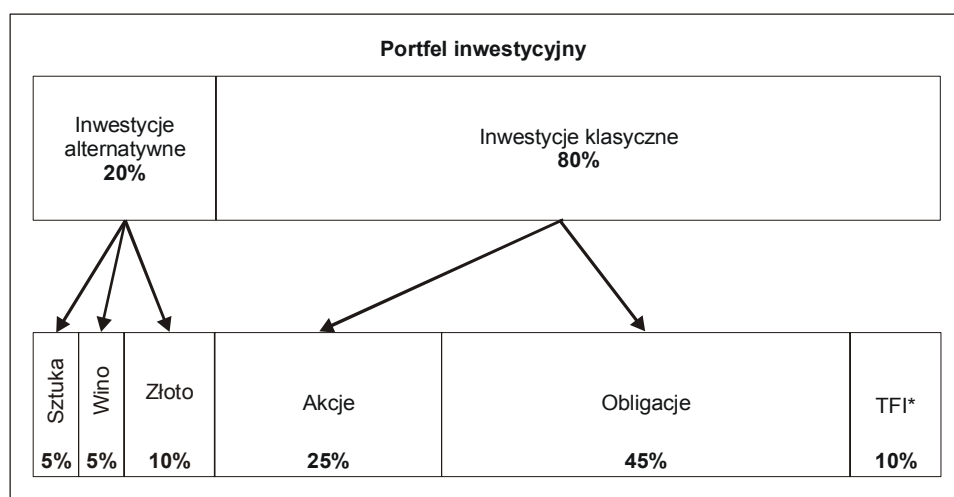
- 1) alokacji większej części swojego portfela inwestycyjnego w aktywa alternatywne,
- 2) dokonywania szerszej dywersyfikacji tej części portfela inwestycyjnego, w której skład wchodzi inwestycje alternatywne, na większą liczbę segmentów inwestycji alternatywnych. Tak więc skład portfela inwestora skomponowany jest z różnych klas aktywów alternatywnych.

Wielkość udziału inwestycji alternatywnych w portfelach inwestorów stanowi najczęściej ok. 10–20 proc. – por. rysunek 1. W niektórych przypadkach może ona ulec zwiększeniu do 30–40 proc., a w sporadycznych – nawet do 60%. Inwestorzy posiadający już pewne doświadczenie na rynku inwestycji alternatywnych przejawiają coraz większą skłonność do alokowania środków w nowe segmenty inwestycji alternatywnych. Wielu uczestników rynku, po raz pierwszy

³ Chevalier J., Ellison G., *Are some mutual fund managers better than others?*, „Journal of Finance” 1999, Vol. 54, s. 875–899.

wchodząc na rynek inwestycji alternatywnych, ogranicza swoje zaangażowanie do rynku metali szlachetnych lub rynku walutowego. W następnej kolejności dokonuje ekspozycji na rynek dzieł sztuki, win inwestycyjnych czy też monet⁴. Dodatkowym elementem mającym niewątpliwie wpływ na stopień alokacji aktywów na część klasyczną i alternatywną jest awersja inwestora do ryzyka. Jest to cecha indywidualna inwestora, która w istotnej mierze może wpływać na sposób przeprowadzania alokacji⁵.

Rysunek 1. Przykład konstrukcji portfela inwestycyjnego, w którego skład wchodzi inwestycje alternatywne.



* TFI – jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (fundusze otwarte) lub certyfikaty inwestycyjne (fundusze zamknięte) albo tytuły uczestnictwa (ETF)

Źródło: opracowanie własne.

Warto zauważyć, że podział inwestycji na klasyczne i alternatywne może zostać narzucony inwestorom przez różnego rodzaju instytucje, jak np. fundusze inwestycyjne, zespoły zarządzania portfelem aktywów (*asset management*), które przyjmują środki inwestora w zarządzanie. Dlatego też należałoby w przypadku pierwszego sposobu klasyfikacji aktywów – na klasyczne i alternatywne, wprowadzić dodatkowe rozróżnienie, że podział ten został stworzony przez:

⁴ Bednarz B., *Alternatywne ryzyko w niespokojnym otoczeniu*, „Miesięcznik Kapitałowy” 07–08/2012, s. 42–43.

⁵ Więcej na temat awersji do ryzyka można znaleźć m.in. w: Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 192–202.

- a) pewną instytucję finansową – ustalenie podziału na aktywa klasyczne i alternatywne oraz określenie oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka z inwestycji klasycznych i alternatywnych jest dokonywane przez instytucję finansową dla pewnego „modelowego” inwestora,
- b) samodzielnie przez inwestora – inwestor sam dokonuje podziału na inwestycje klasyczne i alternatywne oraz osobiście określa oczekiwaną stopę zwrotu i ryzyko dla obu segmentów inwestycji: klasycznego i alternatywnego.

Warto też wspomnieć o podziale będącym nieodłączną cechą zbiorowości inwestorów. Niektórzy z nich, określimy ich awangardowymi, będą zwiększali udział nowych form inwestowania w swoich portfelach inwestycyjnych czy też poszukiwali takich możliwości. Ta grupa inwestorów charakteryzuje się skłonnością do ryzyka w nowych obszarach inwestycyjnych. Po przeciwnej stronie znajdują się inwestorzy o bardzo konserwatywnym podejściu do inwestowania, niechętnie dywersyfikujący portfele na nowe obszary inwestycyjne. Cechuje ich awersja do ryzyka w nowych dziedzinach inwestycyjnych. Trzecią grupę stanowią inwestorzy o neutralnym podejściu do nowych możliwości inwestowania. Są oni gotowi zwiększyć w małym stopniu udział inwestycji alternatywnych w swoich portfelach.

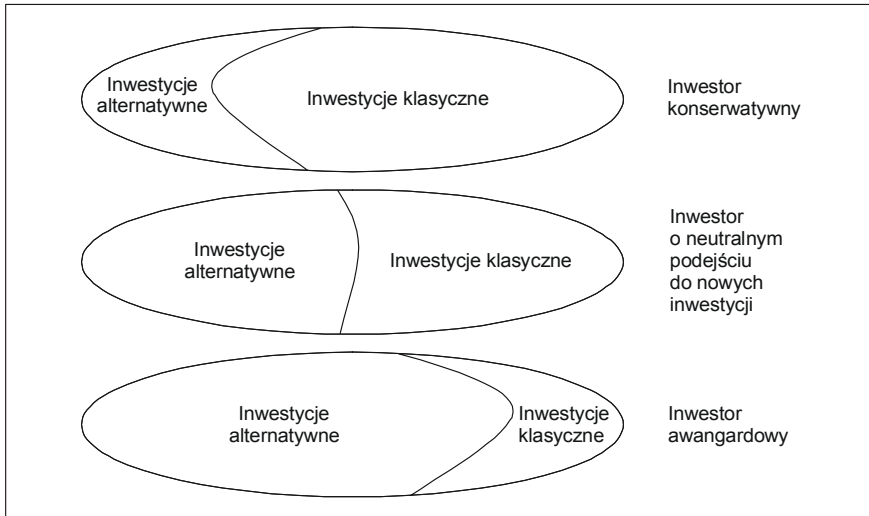
Przykład podziału inwestycji wg kryterium preferencji indywidualnych ukazano na rysunku 2. Zbiór inwestycji klasycznych został określony przez pewnego inwestora. Inwestycje alternatywne stanowią w tym przypadku uzupełnienie zbioru inwestycji klasycznych, analogicznie jak ma to miejsce w algebrze zbiorów. Z kolei na rysunku 3 zaprezentowany został podział aktywów na klasyczne i alternatywne dokonany przez pewnego inwestora za pomocą metody enumeracji aktywów. Dokładniejsza analiza podziału pozwala zauważyć, że jest to inwestor cechujący się dużą awersją do ryzyka – do inwestycji alternatywnych zaliczył on m.in. fundusze funduszy (FoF – *fund of funds*) czy też fundusze typu ETF (*Exchange Traded Funds*)⁶.

Drugim kryterium, które może zostać wykorzystane do wyłonienia kategorii inwestycji alternatywnych, jest fakt występowania na danym rynku indeksu (benchmarku) opisującego zmiany cen pewnej liczby aktywów⁷. Tego typu podział został przedstawiony na rysunku 4. Pod pojęciem „rynek finansowy” rozumie się inwestycje na rynku papierów dłużnych, udziałowych, na rynku pieniężnym, walutowym, na rynku instrumentów pochodnych oraz na rynku katastrof, pogodowym i nieruchomości. Tak przeprowadzony podział inwestycji dobrze

⁶ Więcej informacji nt. działania funduszy typu ETF można znaleźć m.in. w: Abner D., *The ETF handbook. How to value and trade Exchange Traded Funds*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010.

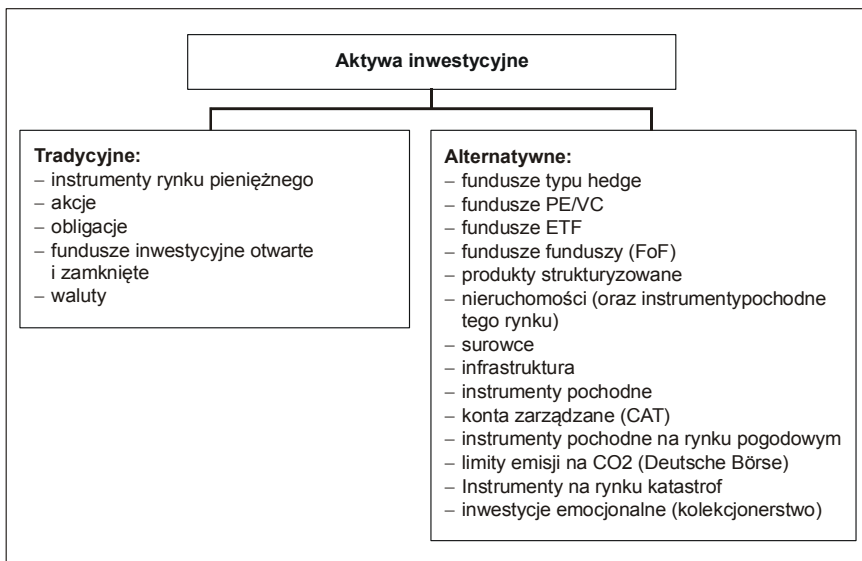
⁷ Więcej informacji nt. benchmarków na rynku inwestycji alternatywnych można znaleźć w Borowski K., *Teoria i praktyka benchmarków*, Difin, Warszawa 2011, s. 345–434.

Rysunek 2. Podział możliwości inwestycyjnych (zbioru dostępnych inwestycji) wg preferencji inwestora



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 3. Podział aktywów inwestycyjnych na tradycyjne i alternatywne dokonany przez inwestora o dużej awersji do ryzyka



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009, s. 18.

definiuje podzbiór aktywów inwestycyjnych – pasje. Pasje są zatem aktywami inwestycyjnymi, dla których nie istnieje żaden powszechnie uznany indeks. Inwestowanie dużych sum pieniędzy np. w pluszowe misie⁸ czy też cygara albo pióra określane będzie zatem jako inwestycje na rynku pasji. Problem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego na aktywa alternatywne i klasyczne jest ściśle związany z występowaniem benchmarku na rynku inwestycji alternatywnych. Jeśli taki benchmark występuje, wtedy w stosunkowo prosty sposób można dokonać oceny efektywności zarządzania całym portfelem inwestycyjnym. Gdy takiego benchmarku nie ma, ocena efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym staje się utrudniona lub też w wielu sytuacjach wręcz niemożliwa. W przypadku indeksów na rynku kolekcjonerskim (lub innych inwestycji alternatywnych) obowiązuje zasada, że indeks może być skalkulowany w momencie, kiedy dany przedmiot wchodzący w jego skład ponownie trafi do obrotu. W takiej sytuacji wprowadza się pojęcie par cen. Przy pierwszej transakcji przedmiot uzyskuje cenę P_1 (w chwili t_1). Z taką też ceną będzie on brany pod uwagę w trakcie obliczania wartości indeksu aż do momentu, kiedy zostanie sprzedany za inną cenę – P_2 (w chwili t_2). Po pojawieniu się nowej ceny P_2 instytucja finansowa będąca gestorem benchmarku będzie mogła dokonać kalkulacji benchmarku z uwzględnieniem nowej ceny P_2 . Należy jednak pamiętać, że odstęp czasu pomiędzy tymi dwiema transakcjami może być długi, często wieloletni, dlatego też w przypadku niektórych indeksów rynku kolekcjonerskiego dopuszcza się estymowanie ceny P_2 za pomocą określonego algorytmu. Takie podejście ma tę zaletę, że wartość indeksu może być obliczana stosunkowo często, nawet w przypadku gdy nie dochodzi do transakcji w danym segmencie rynku inwestycji alternatywnych, jednak uzyskana za pomocą modelu matematycznego cena P_2 nie jest ceną rynkową, co z kolei podaje w wątpliwość wartość tak skalkulowanego indeksu. Jeśli między zakupem a sprzedażą obiektu mięło n lat, istnieje możliwość wyliczenia średniej geometrycznej stopy zwrotu ukazującej, ile przeciętnie zarabiał inwestor w każdym z n lat⁹.

Trzecim kryterium podziału rynku na inwestycje klasyczne i alternatywne może być występowanie na rynku inwestycji klasycznych instrumentów po-

⁸ Światowym rekordem aukcyjnym była sprzedaż w 1994 roku misia marki Steiff z lat 1905–1906, którego cena wyniosła 110 tys. funtów bryt. Zakupiono go do nowo powstającego Muzeum Zabawek w Japonii. Ceny misiów Steiff w zależności od ich wieku i stanu zachowania wahają się średnio od 20 tys. do 100 tys. funtów. Por. Borowski K., *Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej*, [w:] (red.) Pruchnicka-Grabias I., *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 217–266.

⁹ Średnia geometryczna stopa zwrotu zwana jest też stopą efektywną. Należy ją odróżnić od średniej stopy zwrotu zwanej także prostą stopą zwrotu. Por. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 93 oraz dodatek 1 na końcu książki.

chodnych na cenę (lub inną wartość) określonego instrumentu finansowego. Tak więc jeśli na pewnym rynku dokonuje się transakcji instrumentami pochodnymi na cenę (lub inną wartość) określonego instrumentu finansowego, zalicza się taki instrument do rynku inwestycji tradycyjnych. Jako przykład podajmy złoto. Na rynkach światowych handluje się zarówno samym złotem, jak i kontraktami terminowymi oraz opcjami na cenę złota. Dlatego też przy wyborze kryterium podziału inwestycji w postaci istnienia instrumentów pochodnych złoto należeć będzie do inwestycji tradycyjnych. Podobnie zresztą jak i inne metale szlachetne oraz diamenty – na giełdzie w Antwerpii notowane są bowiem kontrakty terminowe na wystandaryzowane diamenty o wadze 1 i 0,5 karata oraz o wadze 0,25 karata. Natomiast dzieła sztuki należeć będą do inwestycji alternatywnych – na razie brak kwotowań instrumentów pochodnych na tym rynku, aczkolwiek pojawiły się już pierwsze propozycje stworzenia tego typu instrumentów, w których instrumentem bazowym byłby indeks Mei Moses¹⁰, co pozwoliłoby inwestorom indywidualnym¹¹ i instytucjonalnym zabezpieczyć swoją pozycję na rynku w przypadku dekonstrukcji, a zwłaszcza bankom udzielającym kredytów pod zastaw dzieł sztuki.

Zauważmy też, że występowanie instrumentów pochodnych na rynku inwestycji alternatywnych pozwala zarządzającemu stosować odpowiednie strategie zabezpieczające spadek tej części portfela, w której skład wchodzi inwestycje alternatywne. Strategię zabezpieczającą menedżer portfela może przedsięwziąć w sytuacji, kiedy przewiduje dekonstrukcję w określonym segmencie inwestycji alternatywnych.

Czwartym kryterium podziału inwestycji na klasyczne i alternatywne jest występowanie funduszy inwestycyjnych nabywających do portfeli określone kategorie aktywów. Jeśli istnieje fundusz inwestycyjny nabywający aktywa A, wtedy aktywa te należą do aktywów tradycyjnych. Brak takiego funduszu oznacza, że są one aktywami alternatywnymi. Co do istnienia funduszy na rynku papierów wartościowych, walut, surowców etc. nie trzeba przekonywać nikogo. W tabeli 2. zaprezentowane zostały przykłady różnych funduszy inwestycyjnych nabywających niekonwencjonalne aktywa¹². Przy takim podejściu skrzypce oraz

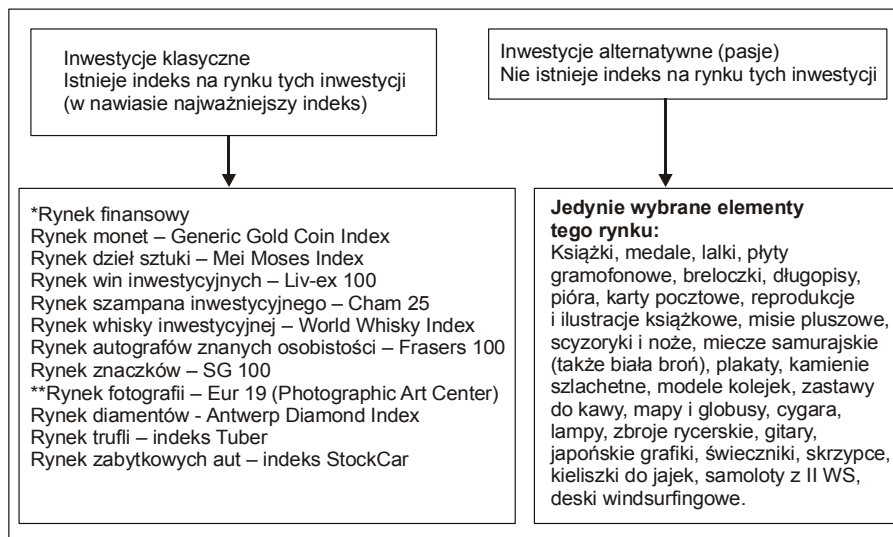
¹⁰ Indeks Mei Moses oraz inne indeksy na rynku dzieł sztuki zostaną omówione w dalszej części książki. Wprowadzenie kontraktów terminowych na rynku dzieł sztuki zostało zaproponowane przez Vincenta: Vincent M., *The value of art*, „Financial Times Wealth” 2010, Vol. 10, s. 10.

¹¹ Zabezpieczenie wartości portfela inwestycyjnego ma kluczowe znaczenie dla inwestorów na rynku dzieł sztuki. Dla kolekcjonerów liczy się bardziej wartość estetyczna dzieł niż ich wartość ekonomiczna.

¹² W Polsce istnieje także pewna grupa funduszy inwestujących w alternatywne aktywa. Jako przykład można podać m.in.: PZU Energia Medycyna Ekologia, PKO Dóbr Luksusowych Globalny, SKOK Etyczny 1 i Etyczny 2.

pamiętki po gwiazdach należą do grupy aktywów klasycznych, co może wzbudzić zdziwienie wielu doświadczonych inwestorów.

Rysunek 4. Podział aktywów inwestycyjnych ze względu na występowanie indeksu



* Rynek finansowy obejmuje inwestycje na rynku papierów dłużnych, udziałowych, pieniężnym, walutowym oraz na rynku katastrof, pogodowym, nieruchomości, na których występuje cały szereg indeksów.

** Na rynku fotografii podany indeks nie jest obecnie liczony.

W kolumnie po lewej stronie podane zostały najważniejsze indeksy na danym rynku.

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnim kryterium podziału może być występowanie giełdy, na której obraca się określonym rodzajem aktywów. Jeśli na świecie występuje zorganizowany rynek, gdzie kwotowane są ceny dla pewnej grupy aktywów, wtedy ten rodzaj aktywów uznawany jest za klasyczny. Brak takiej giełdy dla danej grupy aktywów oznacza, że należą one do kategorii inwestycji alternatywnych i mogą być określane jako „przedmioty kolekcjonerskie” lub „pasje”. Do ciekawych przykładów towarów, którymi handluje się na giełdzie, można zaliczyć m.in.:

- jedwab (Yokohama Raw Silk Exchange, Kobe Raw Silk Exchange),
- oprzęd jedwabników (Maebashi Dried Cocoon Exchange),
- kauczuk (Rubber Exchange of New York, Kobe Rubber Exchange),
- tytoń (Glasgow).

Tabela 2. Przykłady funduszy inwestycyjnych na rynku inwestycji alternatywnych

Rodzaj	Nazwa funduszu	Specjalizacja	Minimalna kwota przystąpienia
Sztuka	Fine Art Group (2001)	Sztuka Zachodu, Bliskiego Wschodu i Chin (trzy fundusze)	250 tys. USD
Znaczki	Stanley Gibbons	b.d.	10 tys. USD
Monety	Stanley Gibbons	b.d.	10 tys. USD
Autografy	Stanley Gibbons	b.d.	10 tys. USD
Skrzypce + instrumenty muzyczne sław	Fine Violin (2008)	Stradivarius i Guarneri del Gesù	1 mln USD
Zabytkowe auta	StockCar Stocks	Aston Martin, Bentley, Jaguar, Bugatti i Rolls-Royce	250 tys. USD
Pamiątki po gwiazdach ¹³	Marquee Capital	Marylin Monroe, Madonna	100 tys. USD

Źródło: opracowanie własne.

Zauważmy, że przy wyborze kryterium giełdowego z podziałem inwestycji na alternatywne i klasyczne okazuje się, że kauczuk należy do inwestycji klasycznych (istnieje giełda kauczuku), podobnie jak diamenty (wiele giełd na świecie, w tym największa antweperska). Inwestycje w sztukę należą zaś przy tego typu podziale aktywów do inwestycji alternatywnych – na świecie nie istnieje giełda, która specjalizowałaby się w obrocie dziełami sztuki. Z kolei zastosowanie kryterium indeksowego pozwala zakwalifikować sztukę do rynku inwestycji klasycznych – istnieje wiele różnych indeksów na rynku dzieł sztuki (zagadnienie to zostanie szerzej omówione w rozdziale czwartym). Na koniec warto podkreślić fakt, że część produktów uważanych do niedawna za inwestycje alternatywne znalazła już stałe miejsce w ofercie wielu giełd. I tak np. niemiecka giełda we Frankfurcie na swoim parkiecie obraca m.in. pogodowymi instrumentami pochodnymi oraz instrumentami pochodnymi na wielkość emisji CO₂ – por. rysunek 5.

¹³ Warto zauważyć, że pamiątki po gwiazdach stanowią szerszą kategorię inwestycyjną niż autografy czy też fotografie celebrytów opatrzone autografem. Wg Paul Fraser Collectibles, pośrednika w obrocie dóbr kolekcjonerskich, autografy Paula McCartneya tylko w latach 2000–2012 zdrożały średnio o 1043 proc., a cena zdjęcia z podpisem George’a Harrisona, Johna Lennona i Michaela Jacksona wzrosła w okresie 2002–2012 odpowiednio: o 1310 proc., o 835 proc., o 757 proc. Na podstawie: *25 tysięcy pamiątek po Abbie poszło pod młotek*, „Puls Biznesu” 13.08.2013, s. 20.

Rysunek 5. Oferta produktowa Grupy Deutsche Börse

Grupa Deutsche Börse

Oferta Eurex: Prawdziwie europejskie portfolio

Opcje na akcje		Opcje na indeksy akcji (<i>futures</i> i opcje) oraz opcje na dywidendy z indeksów akcyjnych (<i>futures</i>)	Opcje na indeks zmienności	Futures EXTF®
Opcje	Futures			

Opcje na stopy procentowe*		Opcje kredytowe	Futures na inflację w strefie Euro*
Rynek o stałych dochodach	Rynek pieniężny		

Derywaty towarowe				
Derywaty na CO ₂ *	Derywaty na złoto*	Derywaty na srebro*	Dow Jones-UBS	Derywaty na produkty rolne*

Derywaty pogodowe			Derywaty majątkowe
USA	Floryda	Zatoka	

* Obrót dostępny w USA

Aktualne godziny wykonywania transakcji na naszych stronach
www.eurexchange.com > Trading > Trading Calendar > Trading Hours

Źródło: na podstawie strony internetowej: <http://www.eurexchange.com/trading/trading-Calendar/Tradinghours> (30.03.2013).

Reasumując, przeprowadzony wyżej podział aktywów inwestycyjnych na tradycyjne i alternatywne jednoznacznie uzmysławia, że nie ma wyraźnej granicy pomiędzy tymi dwiema klasami aktywów. Jako część inwestycji alternatywnych rozumie się także rynek przedmiotów, których zbieranie można uznać za pasję. Innym segmentem rynku inwestycji alternatywnych jest też rynek przedmiotów kolekcjonerskich. Dlatego używając pojęcia „inwestycje alternatywne”, należy wskazać zbiór aktywów, które się ma na myśli, ewentualnie kryterium, według którego taki podział został przeprowadzony. W przeciwnym razie może dojść do nieporozumienia. W dalszej części tego opracowania inwestycje na rynku sztuki będą traktowane jako inwestycje alternatywne. Na potrzeby tej książki przez sztukę rozumiane będą: obrazy olejne, akwarele, rzeźby, plakaty, fotografie i inkografie.

1.2. Elementy charakterystyczne rynku inwestycji alternatywnych

Rynek inwestycji alternatywnych charakteryzuje się wieloma cechami wyraźnie oddzielającymi go od rynku akcji czy obligacji. Najważniejsze z nich zostały omówione poniżej, a kwestia współczynnika korelacji stóp zwrotu cen aktywów alternatywnych z cenami (lub indeksami) rynku akcji – w dalszej części książki (rozdziały 4 i 6).

Do podstawowych wyróżników inwestycji alternatywnych na tle tradycyjnych składników portfela aktywów należą¹⁴:

- a) **niska płynność** – wiele spośród aktywów alternatywnych charakteryzuje ograniczona płynność¹⁵. Niektórymi z aktywów alternatywnych nie handluje się na giełdzie – tak jak ma to miejsce w przypadku akcji lub obligacji. Miejscem obrotu dużą grupą aktywów alternatywnych, zwłaszcza na rynku kolekcjonerskim lub pasji, są aukcje i licytacje organizowane przez takie domy aukcyjne jak Christie's¹⁶, Sotheby's¹⁷, a w Polsce przez Rempex czy Polswiss Art¹⁸. W wielu przypadkach nie dochodzi do zawarcia transakcji – cena wywoławcza jest zbyt wysoka¹⁹. W innych zawierane są transakcje pomiędzy dwoma stronami w drodze umów cywilnoprawnych²⁰.

¹⁴ Gupta B., Cerrahoglu B., Daglioglu A., *Evaluating hedge fund performance: traditional versus conditional approaches*, „Journal of Alternative Investments” Winter 2003, s. 8–12.

¹⁵ Najczęściej stosowanym przez inwestorów miernikiem płynności jest stosunek wartości dziennych obrotów danym instrumentem finansowym do kapitalizacji całego rynku tego instrumentu. Jednak wykorzystanie tego wskaźnika w stosunku do aktywów alternatywnych nie ma sensu, ponieważ transakcje nie odbywają się w sposób ciągły.

¹⁶ Dom aukcyjny Christie's został założony w 1766 r. w Londynie przez Jamesa Christie (główna siedziba znajduje się przy King Street). Aktualnie ma wiele oddziałów na całym świecie. Christie's był spółką publiczną notowaną na giełdzie londyńskiej od 1973 do 1999 r., kiedy to został przejęty przez francuskiego inwestora F. Pinaulta. Na podstawie strony internetowej: <http://www.christies.com/about-us/> (09.09.2013).

¹⁷ Początki tego domu aukcyjnego sięgają 1744 r. – powstał on w Londynie (przy Bond Street) – pierwszą aukcję, obejmującą sprzedaż kilkuset książek, przeprowadził w nim. S. Baker 11.03.1744. Placówki domu aukcyjnego znajdują się m.in. w takich miastach, jak: Paryż, Nowy Jork czy Hongkong.

¹⁸ Do tego należy wspomnieć jeszcze o transakcjach zawieranych w internecie. W przypadku rynku kolekcjonerskiego są to m.in. takie serwisy aukcyjne jak Allegro czy eBay.

¹⁹ Domy aukcyjne przewidują możliwość złożenia oferty warunkowej sprzedaży, tj. poniżej ceny wywoławczej – jest to tzw. system holenderski. Zagadnienie to zostanie poruszone też w rozdziale 2.4.

²⁰ Jednym z podstawowych problemów polskiego rynku finansowego, ale też światowego, jest brak regulacji prawnych w zakresie obrotu przedmiotami kolekcjonerskimi – zdaniem 32 proc. polskich banków biorących udział w badaniu ankietowym brak regulacji jest główną przeszkodą w roz-