

Michał Tadeusz NAJMAN*

 <https://orcid.org/0000-0001-8207-8458>

POJĘCIE I ISTOTA INWESTYCJI ALTERNATYWNYCH

Abstrakt

Przedmiot badań: Dynamizm rynku finansowego zmusza posiadaczy środków pieniężnych do ich zabezpieczenia, efektem czego było wykształcenie i upowszechnienie idei inwestycji w dobra inne niż instrumenty finansowe. Inwestycje alternatywne wciąż pozostają na marginesie rozważań w dyskursie naukowym. Każdy z autorów zajmujący się daną problematyką kreuje swoją definicję *alternative investment*. Nie można więc mówić o ugruntowanej w nauce instytucji inwestycji alternatywnych. Wynika to również z permanentnie poszerzającego i jednocześnie zwężającego się zakresu przedmiotowego owych inwestycji. Wraz z upływem czasu i rozwojem rynku część z nich zaczyna być uznawana za inwestycje „klasyczne”, z kolei coraz nowsze formy tezauryzacji pieniądza, niekoniecznie słusznie, automatycznie uznawane są za alternatywne. Wydaje się zatem uzasadnione podjęcie próby odpowiedzi na pytanie, czym są i jak należy rozumieć inwestycje alternatywne, jaka jest ich geneza, istota oraz kryteria ich wyodrębnienia. Mając na względzie niezwykle dynamiczny rozwój rynku instrumentów finansowych, wzrastające napięcia polityczne oraz wynikającą z nich niestabilność rynku należy mieć na uwadze, iż poczynione rozważania, choć czynione w najwyższym stopniu ogólności i abstrakcyjności, nie będą miały charakteru permanentnie aksjomatycznego.

Cel badawczy: Artykuł ma na celu usystematyzowanie dostępnej współcześnie wiedzy teoretycznej na temat inwestycji alternatywnych, wypracowanie ich ogólnego pojęcia, w szczególności poprzez wskazanie cech właściwych wszystkim inwestycjom alternatywnym, a także wskazanie ich kwantyfikatorów (kryteriów podziału/kwalifikacji) oraz uświadomienie czytelnikowi ich roli na współczesnym rynku finansowym.

Metoda badawcza: Dokonano analizy prezentowanych w literaturze sposobów definiowania inwestycji alternatywnych poprzez zestawienie ich ze sobą, zrewidowanie z obecnym rynkiem oraz w odniesieniu do obowiązujących ramowych przepisów prawnych regulujących dany rynek.

Wyniki: Inwestycje alternatywne są pojęciem zmiennym co do swej ekstensji zarówno w ujęciu temporalnym, przedmiotowym, jak i geograficznym. Aby ujednoczyć rozumienie danego terminu, zaproponowano dwuetapową metodę definiowania inwestycji alternatywnych, w której warunkiem *sine qua non* uznania inwestycji za alternatywną jest brak możliwości przypisania jej waloru instrumentu finansowego lub waluty. Proponowana definicja ułatwia posługiwanie się danym pojęciem w zakresie ograniczonym do jednego państwa (względnie grupy państw) w ograniczonym zakresie (tak długo, aż nie zostanie utworzony instrument finansowy na daną inwestycję).

* Mgr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Prawa i Administracji; e-mail: michalek5558@wp.eu

Słowa kluczowe: inwestycje alternatywne, geneza inwestycji alternatywnych, istota inwestycji alternatywnych.

Klasyfikacja JEL: G2, G4, K2, N2, N4, O3

1. Wprowadzenie

Współcześnie coraz częściej w dyskursie naukowym natknąć można się na pojęcie inwestycji alternatywnych. Pomimo faktu, że występowanie innych niż tradycyjne form inwestowania nie jest niczym nowym, to ich obecność w rozważaniach naukowych zarysowała się stosunkowo niedawno. Jak w przypadku rozwoju teoretyzacji każdego zjawiska, tak również dla *alternative investments* na początkowym etapie każdy z autorów poruszających daną kwestię kreuje na własne potrzeby definicję takowych inwestycji. Wraz z upowszechnieniem rozważań naukowych na dany temat nastąpić powinien proces systematyzacji i ujednoczenia rozumienia danego pojęcia. Dla inwestycji alternatywnych nie zostało to do tej pory dokonane. Podkreślić należy, iż nie jest to działanie o charakterze odtwórczym, gdyż służy wyabstrahowaniu z proponowanych rozwiązań teoretycznych elementów wspólnych dla wszystkich inwestycji alternatywnych. Jednak aby móc mówić o tym, co cechuje *alternative investments*, rozpocząć należy od stworzenia ich definicji w sposób możliwie najbardziej ogólny i abstrakcyjny. To z kolei, jak się wydaje, pozwoli zrozumieć istotę i funkcje, jakie pełnią one we współczesnej gospodarce.

2. Pojęcie inwestycji alternatywnych

Pojęcie inwestycji w literaturze przedmiotu nie jest nowe i wielokrotnie podejmowano próby ich wyjaśnienia¹. Uwzględniając dotychczasowy dorobek, można wskazać, iż przez inwestycje rozumieć należy jakikolwiek nakład (współcześnie głównie finansowy), poczyniony na podtrzymanie, stworzenie lub

¹ Por. **P. Felis**, *Metody i procedury oceny efektywności inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo WSE-I, Warszawa 2005, s. 14; **Z. Bodie, A. Kane, A. Marcus**, *Investments*, McGraw-Hill, New York 2002, s. 32; **B. Malkiel**, *A Random Walk Down Wall Street*, Norton, New York 1990, s. 18; **D. Chorafas**, *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Palgrave Macmillan, New York 2003, s. 5; **I. Pruchnicka-Grabias** (red.), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 16; **Ł. Dębski**, *Handel uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla jako przykład rynku alternatywnego*, w: **A. Adamska, A. Fierla** (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 130–141.

zwiększanie posiadanego majątku. Wiąże się to z wyrzeczeniem się obecnych, pewnych korzyści (konsumpcji) na rzecz niepewnych korzyści w przyszłości².

Próba zdefiniowania inwestycji alternatywnych jest rzadziej podejmowana w literaturze. Wynikać może to głównie z tego, iż jest to koncepcja, która na rynku inwestycyjnym pojawiła się stosunkowo niedawno³ i jest pojęciem nieformalnym, a co za tym idzie definiowanym względnie dowolnie przez autorów. Słusznie podkreśla I. Pruchnicka-Grabias, iż inwestycje alternatywne charakteryzują się nieustanną zmiennością, co utrudnia wypracowanie ich syntetycznej definicji⁴. Jako przykład podać tu można handel uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla uznawany za inwestycję alternatywną⁵.

Pojęcie *alternative investment* zazwyczaj definiowane jest przez stwierdzenie, iż inwestycje alternatywne to inwestycje niebędące inwestycjami tradycyjnymi⁶. Wskazana definicja jest niepoprawna logicznie, gdyż jest to tłumaczenie *ignotum per ignotum*⁷, czyli niezrozumiałe przez niezrozumiałe. Wymaga ona zdefiniowania inwestycji tradycyjnych, które w literaturze budzi wiele wątpliwości⁸.

Innym sposobem definiowania inwestycji alternatywnych jest wskazanie ich cech odróżniających je od inwestycji klasycznych⁹. A. Adamska wskazuje na oznaczenie przedmiotu inwestycji co do tożsamości, a nie tylko co do gatunku; wymaganie prawa własności danego przedmiotu, a nie ograniczonego prawa rzeczowego, małą płynność rynku, co wiąże się z występowaniem tzw. „dywidendy emocjonalnej”, brak zorganizowania rynku oraz wąską specjalizację rynku; bardzo skomplikowane i trudne oszacowanie dochodu i ryzyka¹⁰.

² P. Felis, *op. cit.*, s. 12.

³ Z. Bodie, A. Kane, A. Marcus, *op. cit.*, s. 32; G. Burton, A. Malkiel, *op. cit.*, s. 14; D. Chorafas, *op. cit.*, s. 5.

⁴ I. Pruchnicka-Grabias (red.), *op. cit.*, s. 15.

⁵ L. Dębski, *op. cit.*, s. 129–142.

⁶ I. Pruchnicka-Grabias (red.), *op. cit.*, s. 13; M. Mikita, W. Pelka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009, s. 17.

⁷ L. Petrażycki, *Nowe podstawy logiki i klasyfikacja umiejętności*, Tow. im. L. Petrażyckiego, Warszawa 1939, s. 33.

⁸ E. Sokolowska, *Alternatywne formy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2010, s. 316–320.

⁹ A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot inwestycji alternatywnych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2016/4 (82)/1, s. 572–574; A. Grabowska, *Inwestycje alternatywne na rynku sztuki*, *Zeszyty Naukowe ZPSB. Firma i Rynek* 2012/1, s. 38; C. Boido, A. Fasano, *Alternative Assets: A Comparison Between Commodities and Traditional Asset Classes*, *ICFAI Journal of Derivatives Markets* 2009, s. 75.

¹⁰ A. Adamska, *op. cit.*, s. 572–574.

J.I. Chichorska dodaje, iż rynki rzeczowych inwestycji alternatywnych są stabilne i niepodatne na inflację¹¹.

E. Sokołowska uznaje *alternative investment* jako formę innowacji finansowych¹². Autorka wskazuje jednocześnie szereg warunków, których wystąpienie jest niezbędne, aby dane inwestycje móc kwalifikować jako alternatywne. Są to: wyższe ryzyko inwestycyjne w porównaniu z klasycznymi inwestycjami finansowymi; ujemna korelacja stopy zwrotu z rentownością tradycyjnych inwestycji; brak korelacji z rynkiem; założenie maksymalizacji ROI w sensie absolutnym, a nie na tle określonego wzorca (benchmarku); wymóg posiadania specjalistycznej, nieekonomicznej wiedzy; niższa płynność aktywów alternatywnych; wydłużony horyzont inwestycyjny; ukierunkowanie docelowej grupy nabywców na osoby zamożne; występowanie zaporowych barier i limitów wejścia; co do zasady prywatny charakter inwestycji; funkcjonowanie w segmencie rynku o obniżonych wymogach informacyjnych i niskim stopniu transparentności¹³. Autorka jednak stwierdza, iż wyłącznie wystąpienie wszystkich wyżej wymienionych warunków uprawnia do stwierdzenia, iż dany rodzaj inwestycji należy do kategorii inwestycji alternatywnych¹⁴. Stwierdzenie to wydaje się być zbyt rygorystycznym uwarunkowaniem uznania inwestycji za alternatywne, w szczególności gdy za *alternative investments* uznane zostaną pochodne instrumenty finansowe, jak opcje czy kontrakty *futures*¹⁵.

Znaczna część autorów w ogóle nie definiuje pojęcia inwestycji alternatywnych, ograniczając się jedynie do ich wymienienia¹⁶ lub stwierdzenia, iż dane aktywa uznaje za alternatywne¹⁷. Inni z kolei tworzą definicje hybrydo-

¹¹ J.I. Chichorska, *Rozwój rynku sztuki jako przykład inwestycji alternatywnych*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia Vol. XLIX, 4, Sectio H, s. 70.

¹² E. Sokołowska, *op. cit.*, s. 56.

¹³ *Ibidem*, s. 60–61.

¹⁴ *Ibidem*, s. 61.

¹⁵ T. Schneeweis, J.F. Pescatore, *The Handbook of Alternative Investment Strategies*, Euromoney Institutional Investor, New York 1999, s. 2.

¹⁶ A. Dorsey, *A Portfolio Approach to Selecting and Managing Alternative Investments*, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2007, s. 3; D. Chorafas, *op. cit.*, s. 2; M. Samcik, *Jak inwestować i pomnażać oszczędności*, Samo sedno, Edgar, Warszawa 2014, s. 216; A. Grabowska, *op. cit.*, s. 38; C. Leitner, A. Mansour, S. Naylor, *Alternative Investments in Perspective*, PREEF Research 2007/9, s. 13; K. Opolski, T. Potocki, T. Świst, *Wealth management. Bankowość dla bogatych*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 160; M. Anson, *The handbook of Alternative Investments*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 1.

¹⁷ A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 15, 129, 143; M. Hadaś-Dyduch, *Inwestycje alternatywne w kontekście efektywności inwestycji kapitałowej na przykładzie*

we, twierdząc, iż *alternative investments* to wszelkie aktywa, które znajdują się poza klasami aktywów uznawanych za tradycyjne i wymieniają je¹⁸.

Definiując inwestycje alternatywne, należy mieć na uwadze, iż historycznie nie są one niczym nowym¹⁹. Nabywanie tzw. dóbr luksusowych jako forma tezauryzacji miała miejsce już w czasach starożytnych²⁰, a jego pozytywne efekty, tj. możliwość utrzymania dotychczasowego poziomu konsumpcji, mimo spadku wartości pieniądza, znajduje uzasadnienie w wielu opracowaniach zarówno naukowych²¹, jak i w literaturze popularnej²². Aby w ogóle móc dokonać zdefiniowania *alternative investments*, należy wcześniej określić, dla kogo lub czego są one alternatywną, a więc dookreślić, czym są inwestycje tradycyjne.

Początek, często aktualnej do dziś, współczesnej siatki pojęciowej, związanej z finansami i rynkiem finansowym przypada na koniec XIX w., zaś rozwój klasycznych teorii portfela inwestycyjnego datuje się na wiek XX. Wielu autorów, nawiązując do założeń rozważań z zeszłego stulecia, klasyfikuje jako klasyczne (tradycyjne) formy inwestycji akcje, obligacje inne instrumenty dłużne charakteryzujące się wysoką oceną ryzyka inwestycyjnego oraz certyfikaty depozytowe i inne instrumenty bankowe²³. Część autorów do aktywów klasycznych zalicza również waluty²⁴, a także fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe i emerytalne²⁵. Reasumując, w doktrynie za inwestycje tradycyjne uznaje się takie inwestycje, których przedmiotem są instrumenty finansowe, ich pochodne, jak również waluty.

Mając powyższe na względzie, stwierdzić można, iż inwestycjami alternatywnymi są inwestycje we wszystko, co nie jest instrumentem finansowym ani walutą. Są to zatem inwestycje w rzeczy materialne (ruchome i nieruchome)

produktów strukturyzowanych, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 11.

¹⁸ E. Sokółowska, *op. cit.*, s. 57.

¹⁹ W. Goetzmann, G. Rouwenhorst, *The Origins of Value, The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, International Centre of Finance at the Yale School of Management, Oxford University Press 2005, s. 3.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ D. Jaworski, *Diamenty jako przedmiot inwestycji* w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *op. cit.*, s. 143.

²² T. Manteuffel, *Historia Powszechna. Średniowiecze*, PWN, Warszawa 1995, s. 48.

²³ L. Swedroe, J. Kizer, *The only guide to alternative investments you'll ever need*, Bloomberg Press, New York 2008, s. 23.

²⁴ E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 30; L. Kalbreier, *Alternatywne sposoby inwestowania*, Credit Suisse Private Banking, 2007, https://www.hbrp.pl/klub/pdf_sniadania/1373323939.pdf; stan na 12.04.2017 r.

²⁵ E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 30.

i niematerialne (np. dzieła sztuki w postaci *performance* lub przedstawienia²⁶) oraz fundusze zajmujące się pośrednictwem w przedsięwzięcia obciążone dużym ryzykiem (*hedge funds*). Do inwestycji alternatywnych często niesłusznie zalicza się również *Private Equity* lub *Venture Capital*, czyli finansowanie spółek charakteryzujących się wysokim ryzykiem inwestycyjnym (np. high-tech)²⁷. PE/VC to wniesienie kapitału do spółek, a więc nabycie prawa i obowiązków wynikających z umowy spółki, tj. papierów wartościowych, chociażby w postaci zdematerializowanej. Są to zatem klasyczne inwestycje w specyficzne grupy podmiotów. Wspomnieć należy również o instrumentach mieszanych, tj. zawierających w sobie elementy inwestycji klasycznych i alternatywnych (tzw. instrumenty strukturyzowane), które również zaliczane są do alternatywnych form inwestowania²⁸, co wydaje się niepoprawne, gdyż nie są one żadną ze wskazanych kategorii, lecz ich połączeniem. Warto zaznaczyć także, iż inwestycje w rzeczy ruchome oznaczone co do tożsamości (dzieła sztuki, monety, autografy, pamiątki, pióra, znaczki, fotografie, pocztówki, różnego rodzaju kolekcje, stare książki, komiksy, plakaty, zegarki, odzież znanych projektantów, porcelanę, biżuterię, zabawki, instrumenty muzyczne, alkohole, konie, samochody *etc.*²⁹), jak również w niektóre rodzaje nieruchomości (zamki, kamienice, lasy, obiekty sportowe) nazywane są inwestycjami emocjonalnymi lub inwestycjami w pasję (*passion investment*)³⁰.

3. Istota inwestycji alternatywnych

Podejmując próbę odpowiedzi na pytanie, z czego wynika zapotrzebowanie rynku na alternatywne formy inwestycji, należy przede wszystkim mieć na uwadze, iż podstawowym celem inwestycji alternatywnych jest zwrot środków zainwestowanych kompensujący inwestorowi czas, w którym środki były zaangażowane, przewidywany współczynnik inflacji oraz ryzyko związane z inwestycją³¹.

²⁶ **B. Krapieński**, *Obrót dziełami sztuki w państwach Unii Europejskiej i w krajach trzecich jako forma inwestycji i tezauryzacji pieniądza* (praca magisterska), Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2011, s. 5.

²⁷ **P. Pawelec**, *Charakterystyka funduszy Private Equity oraz Venture Capital*, <http://hossaprocapital.ue.wroc.pl/wp-content/uploads/2018/01/Charakterystyka-funduszy-Private-Equity-oraz-Venture-Capital-Paulina-Pawelec.pdf>, s. 1–2; stan na 12.04.2017 r.

²⁸ **I. Pruchnicka-Grabias** (red.), *op. cit.*, s. 157–178; **M. Hadaś-Dyduch**, *op. cit.*, s. 10–12.

²⁹ **I. Pruchnicka-Grabias** (red.), *op. cit.*, s. 179–266.

³⁰ **A. Adamska**, *op. cit.*, s. 574; **A. Szelańska** (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 285.

³¹ **K. Gabryelczyk, J. Truszkowski**, *Portfel inwestycyjny*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 5.

Większość autorów wskazuje jednak, iż inwestowanie wyłącznie w aktywa alternatywne nie jest rekomendowane ze względu na małą przejrzystość rynków i wysokie ryzyko, wskazując jednocześnie, że ich udział w portfelu inwestycyjnym powinien wynosić od 8 do 20%³². Podkreślić zatem należy, iż zysk jest nadrzędnym i oczywistym celem inwestycji alternatywnych, lecz nie jest to ich główna przyczyna powstania.

Pozostając przy kwestii zysku wynikającego z poczynionych inwestycji alternatywnych, zaznaczyć trzeba, iż często bywa on ponadprzeciętny, co stanowi rekompensatę za poniesione wysokie ryzyko inwestycyjne. Tak więc, jeżeli *in generale* uznaje się zysk jako istotę inwestycji alternatywnych, dodać należy, iż chodzi tu o zysk nadzwyczajny lub ponadprzeciętny, tj. większy niż możliwie najwyższy osiągalny zysk z tradycyjnych form inwestycji.

Kolejną kwestią związaną z celem *alternative investment* jest ryzyko inwestycyjne, a dokładniej jego zmniejszenie. Istotą inwestycji alternatywnych jest przede wszystkim możliwie największa minimalizacja ryzyka utraty wartości posiadanych środków finansowych w postaci pieniądza lub instrumentów finansowych, których wartość całkowicie lub prawie całkowicie zależy od rynkowej wartości pieniądza. Chodzi tu o prosty mechanizm rynkowy, w którym przy spadku wartości pieniądza (jego ceny) rośnie popyt na inne dobra lub usługi, w szczególności te, które są środkami przechowywania wartości. W literaturze często wskazuje się ów mechanizm jako przyczynę wzrostu inwestycji alternatywnych w czasach kryzysu i stagnację na danych rynkach w okresie prosperity³³.

Odnośnie do kwestii ryzyka zaznaczyć należy, iż rynki aktywów alternatywnych charakteryzują się dużą zmiennością. Inwestycja w nie jest zatem obciążona wysokim prawdopodobieństwem niepowodzenia. Trudno zatem zgodzić się ze stwierdzeniem, ażeby chęć zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego była pierwszorzędną ideą inwestycji alternatywnych. Żadna dywersyfikacja portfela inwestycyjnego nie pozwala na całkowitą eliminację ryzyka³⁴. Słusznie zaznacza I. Pruchnicka-Grabias, iż ryzyka nie można jednoznacznie uznać za zjawisko pozytywne lub negatywne³⁵.

³² I. Pruchnicka-Grabias (red.), *op. cit.*, s. 15; M. Samcik, *op. cit.*, s. 216; K. Borowski, *Inwestycje Alternatywne. Jak zarobić na inwestowaniu w dzieła sztuki, znaczki, wino, whisky i inne przedmioty*, Wiedza i Praktyka, Warszawa 2016, s. 9.

³³ E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 18–19; T. Goliński, *Rynek metali i kamieni szlachetnych*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu światowego*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 127.

³⁴ K. Gabryelczyk, J. Truszkowski, *op. cit.*, s. 58.

³⁵ I. Pruchnicka-Grabias (red.), *op. cit.*, s. 15.

Powyższe uzasadnienia istnienia inwestycji alternatywnych znajdują zastosowanie w stosunku do wszystkich możliwych ich form i rodzajów. Istnieje jednak szeroka, jeśli nie najszersza, grupa aktywów, których nabywanie kierowane jest innymi niż ekonomiczne motywami, w szczególności pasją i emocjami. Chodzi tu o wspomnianą wcześniej grupę tzw. *passion investments*. Dla tej grupy inwestycji nie jest możliwe stworzenie zamkniętego katalogu przedmiotów inwestycji, gdyż obejmuje ona, jak wskazano wcześniej, wszystkie możliwe rzeczy. W przypadku tych inwestycji czynnik ekonomiczny jest dla nabywcy raczej drugorzędny. Pierwszoplanową rolę odgrywają tu bodźce psychologiczne i behawioralne³⁶. Istotą owych inwestycji jest zatem realizacja własnych potrzeb, pasji i pragnień³⁷. Nie sposób zatem zgodzić się z twierdzeniem, iż zainteresowanie inwestycjami alternatywnymi maleje w okresie prosperity. To właśnie wzrost gospodarczy daje możliwość akumulacji środków pieniężnych i zwiększenia dochodu dyspozycyjnego, a co za tym idzie, możliwość realizacji pasji, czyli wzrost inwestycji w aktywa alternatywne³⁸. Zastanowić się jednak trzeba nad tym, czy kupujących kierujących się jedynie własnym zaspokajaniem potrzeb natury estetycznej lub innej nieekonomicznej można nazwać inwestorami.

Inwestowanie jest celowym działaniem człowieka nakierowanym na osiągnięcie zysku w przyszłości. Wątpliwą kwestią pozostaje to, czy owo nakierowanie może charakteryzować się zamierzeniem ewentualnym³⁹. Odpowiedź wydaje się być twierdząca. Kupujący dobro luksusowe, którego funkcja inwestycyjna w obrocie lokuje się za funkcją konsumpcyjną, względnie kolekcjonerską, nie musi z góry zakładać chęci zysku. Często nawet nie zamierza tego robić, z czego wynika niewielka płynność rynku aktywów alternatywnych (np. dzieł sztuki). Tak więc osobę nabywającą dane dobro, które samo w sobie prezentuje jakąś wartość, można określić mianem inwestora w każdym przypadku, niezależnie od tego, czy jego zamiarem objęte jest późniejsze spieniężenie danego dobra po cenie wyższej od ceny zakupu. Nieco odmienna sytuacja występuje w przypadku nabywcy kierującego się wyłącznie chęcią konsumpcji (spożycia)

³⁶ **K. Jajuga, T. Jajuga**, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 7; **G. Moćko**, *Podjęcie decyzji inwestycyjnych a cechy osobowości inwestora*, w: **A. Adamska, A. Fierla** (red.), *op. cit.*, s. 163–178; **D. Maćkowiak**, *Psychologiczne aspekty inwestowania na rynkach finansowych*, w: **U. Ziarko-Siwiek** (red.), *op. cit.*, s. 33–60.

³⁷ **T. Goliński**, *Rynek wina i sztuki*, w: **U. Ziarko-Siwiek** (red.), *op. cit.*, s. 177.

³⁸ Por. **E. Ostrowska**, *op. cit.*, s. 18.

³⁹ Przez zamierzenie ewentualne autor rozumie takie zachowanie nabywcy, że kupuje on dane dobro bez planowania odsprzedania go po cenie wyższej (jako inwestycję), ale przewiduje, że w przyszłości może się to zmienić.

kupowanego dobra. Osoba taka co do zasady nie jest inwestorem, choć może się nim stać, gdy danego dobra nie skonsumuje niezależnie, czy owo niespożycie nastąpi z przyczyn od niej zależnych, czy nie.

4. Geneza inwestycji alternatywnych

W literaturze dostrzegalne są dwa główne nurty, wyjaśniające powstanie i upowszechnienie alternatywnych form inwestowania. Są to: ewolucyjna droga powstania oraz odpowiedź na kryzys gospodarczy.

Autorzy reprezentujący nurt ewolucyjnego rozwoju inwestycji alternatywnych kładą nacisk na to, że inwestycje te są pochodną wielu czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim rozwoju innowacji finansowych⁴⁰, globalizacji⁴¹, liberalizacji przyływu kapitału i usług⁴², deregulacji znoszącej bariery między rynkami krajowymi a zagranicznymi⁴³, jak również postępu naukowo-technicznego⁴⁴. Do przedstawicieli tego nurtu zaliczyć można E. Sokołowską⁴⁵, E. Ostrowską⁴⁶, M. Hadaś-Dyduch⁴⁷, Ł. Józwickiego⁴⁸ oraz Ł. Kielbasę⁴⁹. Dodać jednak należy, iż wskazani autorzy nie odrzucają kryzysu jako jednej z determinant rozwoju inwestycji alternatywnych, lecz traktują go jako jedną ze składowych ich upowszechnienia, podkreślając jednocześnie, iż inwestowanie w aktywa alternatywne jest efektem ewolucji rynku finansowego⁵⁰, czyli wynika z dokonujących się przemian długookresowych. A. Adamska zauważa, że wzrost instytucji związanych z pośrednictwem w inwestycje alternatywne jest odpowiedzią wskazanych podmiotów na upowszechniające się trendy⁵¹. Wskazuje to na złożoność rynku finansowego i zachodzących na nim procesów oraz na to, iż strona podażowa (banki, fundusze *etc.*) nie pozostaje bierna na potrzeby inwestorów i nie trwa tylko konserwatywnie przy klasycz-

⁴⁰ E. Sokołowska, *op. cit.*, s. 13, 23–55.

⁴¹ E. Sokołowska, *op. cit.*, s. 38–41; E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 13–17.

⁴² E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 14; E. Sokołowska, *op. cit.*, s. 41–43.

⁴³ E. Ostrowska, *op. cit.*, s. 14.

⁴⁴ E. Sokołowska, *op. cit.*, s. 43–45.

⁴⁵ *Ibidem.*

⁴⁶ E. Ostrowska, *op. cit.*

⁴⁷ M. Hadaś-Dyduch, *op. cit.*, s. 10.

⁴⁸ Ł. Józwicki, *Rynek funduszy PE/VC w Polsce*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *op. cit.*, s. 97, 113.

⁴⁹ Ł. Kielbasa, *Exchange-Trade Fund jako alternatywne inwestycje finansowe*, w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *op. cit.*, s. 87.

⁵⁰ M. Hadaś-Dyduch, *op. cit.*, s. 10.

⁵¹ A. Adamska, *op. cit.*, s. 571.

nych formach inwestowania, czego efektem jest powstawanie m.in. *art banking*, *wine banking* czy *whisky banking*.

Inna grupa autorów określa kryzys gospodarczy z 2007 r. jako główną przyczynę upowszechnienia i rozwoju inwestycji alternatywnych w ostatnim czasie. Generalizując, zaznaczyć trzeba, że nie chodzi tu wyłącznie o ten konkretny kryzys, lecz o wszystkie sytuacje mające negatywny wpływ na kondycję gospodarki w ogólności lub jakiegoś jej segmentu⁵². Przedstawiciele owej koncepcji wskazują na konieczność dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, szczególnie w okresach niepewności⁵³, jako okoliczność powodującą wzrost lub powstanie rynków inwestycyjnych aktywów alternatywnych. Do reprezentantów wymienionej grupy zaliczyć można I. Pruchnicką-Grabias⁵⁴, K. Borowskiego⁵⁵, J.I. Chichorską⁵⁶ oraz T. Golińskiego⁵⁷.

Właściwsze wydaje się podejście prezentowane przez pierwszą grupę autorów. Rynek jest strukturą dynamiczną, stale ulegającą przemianom. Wpływ na jego prezencję ma wiele czynników, w tym znaczna część o charakterze pozaekonomicznym. Współcześnie kryzysy ekonomiczne mają zasięg globalny i nie można negować ich wpływu na funkcjonowanie społeczeństwa, w tym również na podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Nie można jednak wskazywać, ażeby załamanie gospodarcze głównie wpływało na podejście inwestorów do struktury ich portfela inwestycyjnego, w szczególności do jego zmiany w taki sposób, aby zwiększyć w nim udział aktywów alternatywnych, charakteryzujących się wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Dzisiejsze podejście do inwestowania w pasję lub inne alternatywne źródła jest pochodną unormowań wpływających na dzisiejszy rynek, których uwarunkowania kształtowały się przez wiele lat. Bacząc na to, że zdecydowaną większość *alternative investments* stanowią inwestycje w rzeczy, można stwierdzić, iż możliwość takowych form inwestowania nie powstawałaby, gdyby nie uprzednie wyklarowanie się rynków konkretnych przedmiotów, kultury, technologii, nauki czy pasji często będącej kreowanej przez rynek.

⁵² A. Adamska, A. Fierla (red.), *op. cit.*, s. 11.

⁵³ A. Grabowska, *op. cit.*, s. 37; K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce i na świecie na przykładzie rynku dzieł sztuki*, https://www.researchgate.net/profile/Krzysztof_Borowski/publication/275581506_Inwestycje_alternatywne_w_Polsce_i_na_swiecie_na_przykladzie_ryнку_dzieł_sztuki/links/553fa3ed0cf29680de9bbc58/Inwestycje-alternatywne-w-Polsce-i-na-swiecie-na-przykladzie-ryнку-dzieł-sztuki.pdf, s. 1; stan na 12.04.2017 r.

⁵⁴ I. Pruchnicka-Grabias (red.), *op. cit.*, s. 9.

⁵⁵ K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 1.

⁵⁶ J.I. Chichorska, *op. cit.*, s. 69.

⁵⁷ T. Goliński, *Rynek metali...*, s. 127.

5. Kryteria kwalifikacji inwestycji alternatywnych

Nawiązując do faktu braku istnienia jednolitej definicji inwestycji alternatywnych, co jest naturalne w naukach społecznych, część autorów wskazuje na kryteria podziału pozwalające odróżnić je od inwestycji tradycyjnych. Mając jednak na uwadze, iż najpopularniejszą formą definiowania *alternative investments* jest ich wyliczenie, powiedzieć można, że najpopularniejszym kryterium jest jego brak. Jak zaznacza K. Borowski, jest to metoda uznaniowa, a co za tym idzie dla jednych inwestorów klasycznymi formami inwestowania będą papiery wartościowe oraz otwarte fundusze inwestycyjne, inni zaliczą do tradycyjnych form inwestowania także instrumenty pochodne lub produkty strukturyzowane. Kolejne grono inwestorów uzna za klasyczne inwestycje na rynku nieruchomości (pośrednie i bezpośrednie), inwestycje na rynku metali szlachetnych oraz w fundusze typu *hedge* lub konta zarządzane⁵⁸.

K. Borowski jako pierwsze kryterium podziału wskazuje doświadczenie inwestora na rynku⁵⁹. Autor określa je na podstawie analizy *ex post* wybranych inwestorów⁶⁰, powołując się na badania J. Chevalier i G. Ellison⁶¹. Za inwestycje alternatywne uznaje się tu takie inwestycje, które w portfelach inwestycyjnych stanowią, co do zasady, między 10 a 20%, lecz dla których istnieje dodatnia korelacja między wiekiem, zamożnością, wykształceniem i skłonnością do ryzyka inwestora a wielkością udziału inwestycji alternatywnych w portfelu inwestycyjnym (zob. rys. 1)⁶². Kryterium to jest umowne i znajduje zastosowanie jedynie przy założeniu jego statystycznego charakteru. W przypadku inwestorów inwestujących np. tylko w złoto nie można wysnuwać wniosku, iż taka inwestycja nie jest alternatywna. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w przypadku inwestycji w jedno dobro proces jej realizacji przebiega w sposób zinstytucjonalizowany, najczęściej z wykorzystaniem instrumentów finansowych.

Drugim kryterium podziału, proponowanym przez K. Borowskiego⁶³, wykorzystywanym do określenia, które kategorie należą do inwestycji alternatywnych, jest występowanie instrumentów pochodnych na cenę (lub inną wartość) określonego instrumentu finansowego, tj. jeśli na pewnym rynku dokonuje się

⁵⁸ K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 1.

⁵⁹ *Ibidem*.

⁶⁰ *Ibidem*, s. 2.

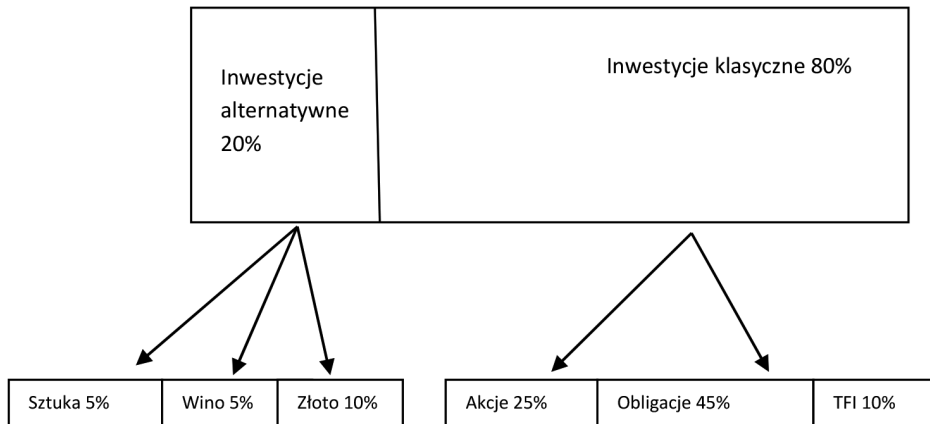
⁶¹ J. Chevalier, G. Ellison, *Are some mutual fund managers better than others?*, *Journal of Finance* 1999/54, s. 880–890.

⁶² K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 2.

⁶³ *Ibidem*, s. 3–4.

transakcji instrumentami pochodnymi na cenę określonego instrumentu finansowego, zalicza się taki instrument do rynku inwestycji klasycznych. Przyjmując to kryterium, do inwestycji klasycznych zaliczyć należy inwestycje na rynku metali szlachetnych. Metalami szlachetnymi handluje się bezpośrednio (rynek *spot*) jak i kontraktami terminowymi (rynek *futures*) oraz opcjami na cenę metali szlachetnych⁶⁴. Na Giełdzie w Antwerpii notowane są kontrakty terminowe na wystandaryzowane diamenty o wadze 1 i 0,5 karata oraz o wadze 0,25 karata⁶⁵.

SCHEMAT 1: Przykład konstrukcji portfela inwestycyjnego, w którego skład wchodzi inwestycje alternatywne



Źródło: K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce i na świecie na przykładzie rynku dzieł sztuki*, https://www.researchgate.net/profile/Krzysztof_Borowski/publication/275581506_Inwestycje_alternatywne_w_Polsce_i_na_swiecie_na_przykladzie_ryнку_dziel_sztuki/links/553fa3ed0cf29680de9bbc58/Inwestycje-alternatywne-w-Polsce-i-na-swiecie-na-przykladzie-ryнку-dziel-sztuki.pdf; stan na 12.04.2017 r., s. 2.

Za trzecie kryterium podziału wskazuje się istnienie na rynku indeksu opisujującego zmiany cen pewnej liczby aktywów⁶⁶. Jeżeli dany indeks istnieje, dane aktywa można określać jako klasyczne. Są to m.in. monety (*World Coin Index*)⁶⁷, dzieła sztuki (*Mei Moses Art. Index*)⁶⁸, wina inwestycyjne (*Liv-Ex*)⁶⁹, whisky

⁶⁴ *Ibidem*.

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ <https://www.worldcoinindex.com/pl/>; stan na 12.04.2017 r.

⁶⁸ <http://www.sothebys.com/en/news-video/blogs/all-blogs/sotheby-s-at-large/2016/10/sothebys-acquires-mei-moses-indices.html>; stan na 12.04.2017 r.

⁶⁹ https://www.quandl.com/data/LIVEX/LVX_100-LVX-100-Fine-Wine-Index; stan na 12.04.2017 r.

(*World Whisky Index*)⁷⁰, autografy (*Autograph Index*)⁷¹, diamenty (*Diamond Index*)⁷², trufle (*Yarra Valley Truffle Index*)⁷³, zabytkowe samochody (*K500*)⁷⁴ i inne. Ich katalog ma charakter zamknięty. Istnieje bowiem skończona liczba indeksów dla poszczególnych dóbr. Niesłusznie wskazuje jednak K. Borowski, ażeby kryterium to stanowiło podstawę dla wyodrębnienia *passion investments*. Zdaniem autora o tym, czy dana inwestycja jest związana z pasją, decyduje brak indeksu. Należy mieć na względzie, iż inwestycje w sztukę, stare samochody, alkohole *etc.* mają indeksy, a mimo to nie można odmówić im miana inwestycji w pasję.

Czwartym kryterium pozwalającym kwalifikować inwestycje jako tradycyjne lub alternatywne jest występowanie funduszy inwestycyjnych nabywających do portfeli określone kategorie aktywów. Jeśli istnieje fundusz inwestycyjny nabywający określoną grupę aktywów, wtedy grupę tę zalicza się do aktywów klasycznych. Brak takiego funduszu oznacza, że są one aktywami alternatywnymi. Zastosowanie owego kryterium podziału powoduje, że skrzypce, dzieła sztuki czy zabytkowe auta zaliczyć należy do inwestycji klasycznych.

TABELA 1: Przykłady funduszy inwestycyjnych na rynku inwestycji alternatywnych

| Przedmiot inwestycji | Fundusz | Specjalizacja | Minimalna kwota przystąpienia |
|--------------------------------------|------------------------|--|-------------------------------|
| Sztuka | <i>Fine Art. Group</i> | Sztuka Zachodu, Bliskiego Wschodu i Chin (trzy fundusze) | 250 tys. USD |
| Znaczki | Stanley Gibbons | b.d. | 10 tys. USD |
| Monety | <i>Stanley Gibbons</i> | b.d. | 10 tys. USD |
| Autografy | <i>Stanley Gibbons</i> | b.d. | 10 tys. USD |
| Skrzypce i inne instrumenty muzyczne | Fine Violin | Stradivarius i Guarneri del Gesù | 1 mln USD |
| Zabytkowe auta | StockCar Stocks | Aston Martin, Bentley, Jaguar, Bugatti i Rols-Royce | 250 tys. USD |

Źródło: K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 5.

⁷⁰ <https://www.worldwhiskyindex.com/>; stan na 12.04.2017 r.

⁷¹ <https://www.justcollecting.com/indexes/pfc40-autograph-index>; stan na 12.04.2017 r.

⁷² http://www.idexonline.com/diamond_prices_index; stan na 12.04.2017 r.

⁷³ https://yarravalleytruffles.com.au/truffles_index.html; stan na 12.04.2017 r.

⁷⁴ <https://k500.com/>; stan na 12.04.2017 r.

Piątym kryterium podziału aktywów na klasyczne i alternatywne może być występowanie giełdy, na której obraca się określonym rodzajem aktywów⁷⁵. Jeśli na świecie występuje giełda, na której licytowane są przedmioty należące do danej grupy aktywów (np. dzieł sztuki), wówczas dany rodzaj aktywów uznawany jest za klasyczny. Jako przykłady można wskazać tu giełdę drzewną⁷⁶, kakao⁷⁷, jedwabiu⁷⁸, zboża⁷⁹.

Szóstym i ostatnim kryterium, *implicite* proponowanym przez E. Ostrowską, do którego również po części skłania się autor, jest uznanie za inwestycje klasyczne inwestycje w papiery wartościowe i waluty, zarówno przez inwestowanie w nie bezpośrednio lub pośrednio (fundusze). Jest to kryterium negatywne, które jasno pozwala wyodrębnić grupę aktywów będących tradycyjnymi. W rozumieniu art. 3 pkt 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁸⁰ instrumentami finansowymi są papiery wartościowe (akcje, prawa poboru w rozumieniu KSH⁸¹, prawa do akcji (w rozumieniu niniejszej ustawy (art. 3 pkt. 29)), warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe, odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, jak również inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych powyżej lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne)) oraz niebędące papierami wartościowymi instrumenty pochodne, takie jak opcje, kontrakty *futures*, *swapy*, umowy *forward* i inne wymienione w art. 2 lit. b wskazanej ustawy. W doktrynie prawa cywilnego i handlowego dominuje pogląd, iż katalog papierów wartościowych ma charakter zamknięty⁸². Ma to na celu zapewnienie gwarancji ochrony i pewności obrotu poprzez wykluczenie dopuszczalności emisji pozaustawowych papierów wartościowych

⁷⁵ K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 5.

⁷⁶ <http://www.drewno.pl/gieldadrzewna/>; stan na 12.04.2017 r.

⁷⁷ <https://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html?symbol=KAKAO>, stan na 12.04.2017 r.

⁷⁸ <http://www.csb.gov.in/statistics/silk-bulletin/raw-silk-prices/>; stan na 12.04.2017 r.

⁷⁹ <http://www.rolpetrol.com.pl/>; stan na 12.04.2017 r.

⁸⁰ Dz.U. z 2017 r., poz. 1768.

⁸¹ Dz.U. z 2017 r., poz. 1577.

⁸² A. Rzetelska, *Papiery wartościowe*, w: W.J. Katner (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Wolters Kluwers, Warszawa 2016, s. 674.

wych⁸³. Słusznie podkreśla A. Jakubiec⁸⁴, iż pojęcie instrumentu finansowego jest znacznie szersze i jedynie częściowo konwergentne z pojęciem papieru wartościowego występującego w kodeksie cywilnym⁸⁵. Jest to, jak się wydaje, zabieg celowy, pozwalający uznawać pochodne instrumenty finansowe za papiery wartościowe, co jest pewnego rodzaju dobrodziejstwem w teoretycznych rozważaniach nad pojęciem inwestycji alternatywnych, przyjmując za kryterium ich podziału posiadanie waloru instrumentu finansowego.

Kończąc rozważania na temat podziałów *alternative investments*, dodać należy, iż niekiedy dzieli się je również na tzw. twarde i miękkie⁸⁶. Do tych pierwszych zalicza się *hedge funds*, fundusze aktywów niepublicznych, fundusze funduszy, produkty strukturyzowane, do miękkich zaś inwestycje m.in. w sztukę, diamenty, złoto. M. Potrykus dokonuje także podziału inwestycji alternatywnych na aktywne i pasywne⁸⁷. Przez ostatnie rozumie te inwestycje, które nie wymagają aktywnego zarządzania i nadają się do portfela inwestycyjnego, któremu inwestor może poświęcać mniej uwagi po dokonaniu inwestycji. Z kolei inwestycje aktywne to te, które cechują się częstymi zmianami znaku, a co za tym idzie krótkimi seriami stóp zwrotu, wymagają zarządzania aktywnego i częstych transakcji. Te inwestycje wymagają od inwestora więcej dostępnego czasu oraz zaangażowania niż inwestycje pasywne⁸⁸.

6. Cechy wspólne inwestycji alternatywnych – stanowisko autora

Podsumowując powyższe rozważania co do pojęcia, istoty i kryterium wyodrębnienia inwestycji alternatywnych, można wskazać cechy formalne i materialne charakteryzujące dane inwestycje jako formę alternatywną.

⁸³ A. Szumański, *Problem dopuszczalności prawnej emisji nowych typów papierów wartościowych. Z problematyki zasady numerus clausus papierów wartościowych w prawie polskim*, w: *Studia z prawa gospodarczego i handlowego. Księga pamiątkowa ku czci Prof. S. Włodyki*, Kraków 1996, s. 428–430.

⁸⁴ A. Jakubiec, *Instrumenty finansowe*, w: W.J. Katner (red.), *op. cit.*, s. 693.

⁸⁵ Art. 921⁶–921¹⁶ ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93).

⁸⁶ E. Sokolowska, *op. cit.*, s. 67.

⁸⁷ M. Potrykus, *Inwestycje alternatywne – opłacalność a ryzyko* (autoreferat rozprawy doktorskiej), <https://zie.pg.edu.pl/documents/10693/30517295/Autoreferat%20mgr%20in%C5%BC.%20Marcin%20Potrykus.pdf>, s. 13–14; stan na 12.04.2017 r.

⁸⁸ *Ibidem*, s. 14.

Autor za cechę formalną uznania danego aktywa za alternatywne zalicza brak przymiotu instrumentu wartościowego przedmiotu inwestycji. Ergo inwestycją alternatywną jest inwestycja poczyniona w to, co nie jest instrumentem finansowym. Przyjąć również trzeba, że pośrednie inwestowanie w przedmioty co do zasady zaliczane do *passion investments* (np. diamenty lub inne minerały), np. na rynku *futures*⁸⁹, jest inwestycją tradycyjną, niezależnie od przedmiotu kontraktu terminowego. Tym samym, inwestycja w to samo dobro (rzecz lub prawo) może być traktowana jako inwestycja tradycyjna lub alternatywna. Dodać należy, iż jest warunek *sine qua non* uznawania danej inwestycji za alternatywną. W przypadku istnienia zinstytucjonalizowanego rynku danego dobra inwestowanie w nie traci przymiot alternatywności, a staje się jedynie formą ulokowania kapitału.

Powyższe sformalizowanie rozumienia pojęcia inwestycji alternatywnych pozwoli na precyzyjniejsze posługiwanie się nim w dyskursie na terenie co najmniej danego kraju lub obszarów, dla których wspólne są regulacje związane z prawnym określeniem instrumentu finansowego (np. dla krajów commonwealth (definicja ACCA⁹⁰), a odmienne dla UE (definicja Parlamentu Europejskiego⁹¹)). Proponowane rozumienie *alternative investment* wydaje się łatwo implementowane co najmniej dla potrzeb krajowych bądź wspólnotowych.

Do cech materialnych wyróżniających *alternative investment* w ogólności zaliczyć należy:

- wysokie ryzyko inwestycyjne w porównaniu z klasycznymi inwestycjami finansowymi,
- ujemną korelację stopy zwrotu z rentownością tradycyjnych inwestycji,
- brak korelacji z rynkiem,
- konieczność posiadania obszernej wiedzy związanej z przedmiotem inwestycji,
- niską płynność aktywów alternatywnych,
- niewielki przepływ informacji o rynku,
- niski stopień uregulowania rynku⁹².

⁸⁹ K. Borowski, *Inwestycje alternatywne w Polsce...*, s. 4–5.

⁹⁰ <https://www.accaglobal.com/us/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f7/technical-articles/financial-instruments.html>; stan na 12.04.2019 r.

⁹¹ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603787/IPOL_STU\(2017\)603787_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603787/IPOL_STU(2017)603787_EN.pdf); stan na 12.04.2019 r.

⁹² W konsekwencji mogący prowadzić do nadregulacji, w szczególności w przypadku inwestycji znacznych sum (np. rynek nieruchomości, *hedge funds*).

Do innych cech wskazywanych w literaturze zalicza się: trudność w określeniu wartości inwestycji, nieregularność przepływów pieniężnych generowanych przez aktywa alternatywne, występowanie inwestorów niemaksymalizujących zysku (pasjonatów), występowanie chwilowych mód, wysokie koszty transakcyjne (w tym koszty przechowywania przedmiotu inwestycji)⁹³. Większość ze wskazanych tu cech odnosi się jednak jedynie do *passion investments* i nie znajduje zastosowania w pozostałych formach inwestycji alternatywnych (np. *hedge funds*).

Proponowane przez E. Sokołowską założenia, jak maksymalizacja zysku nieuwzględniająca benchmarkingu, wydłużony horyzont inwestycyjny, ukierunkowanie docelowej grupy nabywców na osoby zamożne, występowanie barier i limitów wejścia wydają się nie znajdować zastosowania we współczesnych realiach. Na wielu rynkach inwestycji alternatywnych jak sztuka, wina, whisky, znaczki *etc.* istnieją indeksy (benchmark) pozwalające na dokonanie dokładniejszej wyceny towaru i oczekiwanego zwrotu z inwestycji. W przypadku części aktywów alternatywnych, szczególnie tych na rynkach spożywczych, (alkohole, sery, kawa, herbata, cukier) horyzont inwestycyjny jest stosunkowo krótki⁹⁴. Nieprawdą jest również, ażeby rynki aktywów alternatywnych zarezerwowane były jedynie dla ludzi zamożnych. Jak wynika z raportu Wealth Solutions⁹⁵ na świecie ponad 75% inwestycji w sztukę jest wartości poniżej 5 tys. USD, a więc dostępna jest dla stosunkowo licznej grupy.

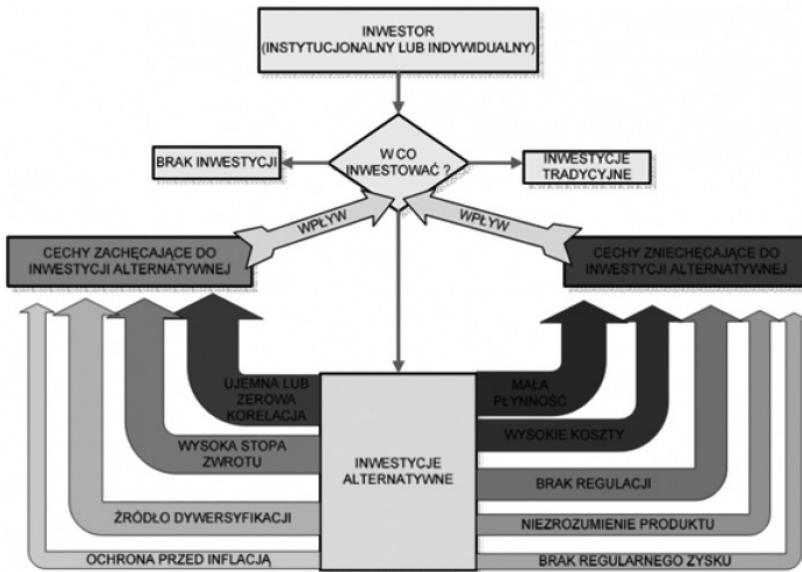
Ciekawe stanowisko *implicite* prezentujące cechy inwestycji alternatywnych proponuje M. Potrykus (zob. schemat 2). Co prawda, rozważania autora nie są skupione na zagadnieniu procesu decyzyjnego inwestycji, jednak na przedstawionym schemacie wyróżnione zostały cechy *alternative investment*, takie jak: ujemna lub zerowa korelacja, wysoka stopa zwrotu, mała płynność, wysokie koszty, brak regularnego zysku. Służy to podkreśleniu zarówno złożoności cech właściwych inwestycjom alternatywnym, jak również zaprezentowaniu faktu, że część autorów wskazuje cechy właściwe tylko niektórym rynkom inwestycji alternatywnych jako właściwe ich ogólnemu pojęciu (np. wysoka stopa zwrotu, wysokie koszty, brak regularnego zysku), co nie zasługuje na aprobatę.

⁹³ *Ibidem*, s. 6–8.

⁹⁴ M. Potrykus, *op. cit.*, s. 13.

⁹⁵ https://wealth.pl/upload/raport_rynek_sztuki_na_swiecie.pdf; stan na 12.04.2017 r.

SCHEMAT 2: Cechy inwestycji alternatywnych



Źródło: M. Potrykus, *Inwestycje alternatywne – opłacalność a ryzyko* (autoreferat rozprawy doktorskiej), <https://zie.pg.edu.pl/documents/10693/30517295/Autoreferat%20mgr%20in%C5%BC.%20Marcin%20Potrykus.pdf>, s. 13–14; stan na 12.04.2017 r., s. 10.

7. Podsumowanie

Powyżej przedstawione zostały: pojęcie inwestycji alternatywnych, ich istota, geneza, podziały i cechy charakterystyczne. Autor postuluje zajęcie stanowiska, zgodnie z którym inwestycjami alternatywnymi są inwestycje we wszystko, co nie jest instrumentem finansowym ani walutą. Są to zatem inwestycje w rzeczy materialne (ruchome i nieruchome) i niematerialne (np. dzieła sztuki w postaci *performance* lub przedstawienia) oraz fundusze zajmujące się pośrednictwem w, co do zasady, inne niż tradycyjne inwestycje obciążone dużym ryzykiem (*hedge funds*). Istotą *alternative investments* jest: dążenie do osiągnięcia ponadprzeciętnego, choć ryzykownego, zysku, zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego, jak również realizacja własnych potrzeb, pasji i pragnień w przypadku tzw. *passion investments*. Przy określeniu genezy inwestycji w aktywa alternatywne wskazuje się na dwa główne nurty. Pierwszy z nich nazwać można ewolucyjnym. Jego przedstawiciele określają owe aktywa jako pochodną wielu czynni-

ków zewnętrznych, w tym przede wszystkim rozwoju innowacji finansowych, globalizacji, liberalizacji przepływu kapitału i usług, deregulacji znoszącej bariery między rynkami krajowymi a zagranicznymi, jak również postępu naukowo-technicznego. Inni przedstawiciele nauki wskazują kryzysy gospodarcze jako główną przyczynę upowszechnienia i rozwoju inwestycji alternatywnych. Dokonując podziału inwestycji alternatywnych, najczęściej przyjmuje się kryteria: procentowego udziału danych aktywów w portfelu inwestycyjnych, istnienie benchmarkingu, giełdy, funduszy inwestycyjnych, jak również przeliczanie danych aktywów alternatywnych na instrumenty pochodne. Niekiedy dzieli się je również na aktywa twarde (np. *hedge funds*) i miękkie (np. sztuka) oraz na inwestycje aktywne (wymagające aktywnego zaangażowania inwestora) i pasywne (niewymagające od inwestora znacznej uwagi). Biorąc pod uwagę przedstawione powyżej rozważania, można, jak się wydaje, wskazać kilka cech właściwych wszystkim *alternative investment* i są to: wysokie ryzyko inwestycyjne w porównaniu z klasycznymi inwestycjami finansowymi, ujemna korelacja stopy zwrotu z rentownością tradycyjnych inwestycji, brak korelacji z rynkiem, konieczność posiadania obszernej wiedzy związanej z przedmiotem inwestycji, niska płynność aktywów alternatywnych, niewielki przepływ informacji o rynku oraz niski stopień uregulowania rynku.

Konkludując, aby ujednoczyć proponowane w literaturze definicje inwestycji alternatywnych, postuluję definiowanie ich dwuetapowo. Pierwszym warunkiem uznania inwestycji za alternatywną jest spełnienie przesłanki formalnej, jaką jest bycie inwestycją w każdą rzecz lub prawo niebędące instrumentem finansowym (lub walutą) w rozumieniu obowiązujących przepisów. Takie rozumienie nie ma charakteru generalnego o zasięgu ogólnoświatowym, ale lokalnym. Nadto umożliwia to wydobycie cech właściwych wszystkim inwestycjom alternatywnym, które wskazano powyżej (przesłanki materialne). Wynika stąd, że każda rzecz czy prawo może stać się formalnie „klasyczną” formą inwestycji w sytuacji zorganizowania i instytucjonalizowania jej rynku w ramach finansowych (wprowadzenia na nią instrumentów finansowych). Dlatego też *alternative investments* są pojęciem wtórnym, a ich ekstensja znaczeniowa w dużym stopniu uzależniona jest od czynników zewnętrznych, takich jak regulacje prawne, kultura czy warunki społeczne. Dobitnie unaocznia to zbiorczy charakter pojęcia inwestycji alternatywnych, a także pozwala na ryzykowną konstatację, iż jest ono jedynie koncepcją teoretyczną ułatwiającą utrzymanie *status quo* na rynku inwestycyjnym, zakładającego pierwszeństwo w inwestycje tradycyjne, co w obecnym stanie niepewności gospodarczej wcale nie wydaje się takie oczywiste. Słowo alternatywa implikuje zastępczy, a wręcz drugorzędny

charakter danych inwestycji, niejako je dewaluując, a tym samym zniechęcając do nich inwestorów. Należy mieć zatem na uwadze, że zakres przedmiotowy inwestycji alternatywnych będzie ulegał zmianom. Nie można jednoznacznie przypisać waloru inwestycji alternatywnej w długim okresie. Tak jak jeszcze kilka lat temu inwestycje w sztukę czy alkohole uważane były za alternatywne, tak dzisiaj coraz powszechniej uznaje się je za jedną z klasycznych form lokowania kapitału. Nie sposób określić, jak rozwinię się to w przyszłości.

Bibliografia

Akty prawne

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93).
 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2017 r., poz.1577).
 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768).

Literatura

- Adamska A.**, *Alkohole jako przedmiot inwestycji alternatywnych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2016/4 (82)/1, s. 571–579.
- Adamska A., Fierla A.** (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011.
- Anson M.**, *The handbook of Alternative Investments*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Aspadarec W.**, *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*, *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN* 2013/1 (6), s. 9–26.
- Bodie Z., Kane A., Marcus A.**, *Investments*, McGraw-Hill, New York 2002.
- Boido C., Fasano A.**, *Alternative Assets: A Comparison Between Commodities and Traditional Asset Classes*, *ICFAI Journal of Derivatives Markets* 2009, s. 74–105.
- Borowski K.**, *Inwestycje alternatywne w Polsce i na świecie na przykładzie rynku dzieł sztuki*, https://www.researchgate.net/profile/Krzysztof_Borowski/publication/275581506_Inwestycje_alternatywne_w_Polsce_i_na_swiecie_na_przykladzie_ryнку_dzieł_sztuki/links/553fa3ed0cf29680de9bbc58/Inwestycje-alternatywne-w-Polsce-i-na-swiecie-na-przykladzie-ryнку-dzieł-sztuki.pdf; stan na 12.04.2017 r.
- Borowski K.**, *Inwestycje alternatywne. Jak zarobić na inwestowaniu w dzieła sztuki, znaczki, wino, whisky i inne przedmioty*, *Wiedza i Praktyka*, Warszawa 2016.
- Chevalier J., Ellison G.**, *Are some mutual fund managers better than others?*, *Journal of Finance* 1999/54, s. 875–899.
- Chorafas D.**, *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Palgrave Macmillan, New York 2003.
- Cichorska J.I.**, *Rozwój rynku sztuki jako przykład inwestycji alternatywnych*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia*, Vol. XLIX, 4, Sectio H, s. 69–83.
- Dębski Ł.**, *Handel uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla jako przykład rynku alternatywnego*, w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 129–142.

- Dorsey A.**, *A Portfolio Approach to Selecting and Managing Alternative Investments*, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2007.
- Felis P.**, *Metody i procedury oceny efektywności inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo WSE-I, Warszawa 2005.
- Gabryelczyk K., Truskowski J.**, *Portfel inwestycyjny*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
- Goetzmann W., Rouwenhorst G.**, *The Origins of Value, The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, International Centre of Finance at the Yale School of Management, Oxford University Press 2005.
- Goliński T.**, *Rynek metali i kamieni szlachetnych*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu światowego*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 127–146.
- Goliński T.**, *Rynek wina i sztuki*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu światowego*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 177–198.
- Grabowska A.**, *Inwestycje alternatywne na rynku sztuki*, Zeszyty Naukowe ZPSB. Firma i Rynek 2012/1, s. 37–45.
- Hadaś-Dyduch M.**, *Inwestycje alternatywne w kontekście efektywności inwestycji kapitałowej na przykładzie produktów strukturyzowanych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.
- Jajuga K., Jajuga T.**, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Jakubiec A.**, *Instrumenty finansowe*, w: W.J. Katner (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Wolters Kluwers, Warszawa 2016, s. 684–695.
- Jaworski D.**, *Diamenty jako przedmiot inwestycji*, w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 143–162.
- Jóźwicki Ł.**, *Rynek funduszy PE/VC w Polsce*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu światowego*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 97–126.
- Kalbreier L.**, *Alternatywne sposoby inwestowania*, Credit Suisse Private Banking, 2007, https://www.hbrp.pl/klub/pdf_sniadania/1373323939.pdf; stan na 12.04.2017r.
- Kielbasa Ł.**, *Exchange-Trade Fund jako alternatywne inwestycje finansowe*, w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 87–104.
- Krapiński B.**, *Obrót dziełami sztuki w państwach Unii Europejskiej i w krajach trzecich jako forma inwestycji i teauryzacji pieniądza* (praca magisterska), Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2011.
- Leitner C., Mansour A., Naylor S.**, *Alternative Investments in Perspective*, PREEF Research 2007/9, s. 9–26.
- Maćkowiak D.**, *Psychologiczne aspekty inwestowania na rynkach finansowych*, w: U. Ziarko-Siwiek (red.), *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu światowego*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 33–74.
- Malkiel B.**, *A Random Walk Down Wall Street*, Norton, New York 1990.
- Manteuffel T.**, *Historia Powszechna. Średniowiecze*, PWN, Warszawa 1995.
- Mikita M., Pelka W.**, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.

- Moćko G.**, *Podjmowanie decyzji inwestycyjnych a cechy osobowości inwestora*, w: A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 163–178.
- Opolski K., Potocki T., Świst T.**, *Wealth management. Bankowość dla bogatych*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Pawelec P.**, *Charakterystyka funduszy Private Equity oraz Venture Capital*, <http://hossaprocapital.ue.wroc.pl/wp-content/uploads/2018/01/Charakterystyka-funduszy-Private-Equity-oraz-Venture-Capital-Paulina-Pawelec.pdf>; stan na 12.04.2017 r.
- Petrażycki L.**, *Nowe podstawy logiki i klasyfikacja umiejętności*, Tow. im. L. Petrażyckiego, Warszawa 1939.
- Potrykus M.**, *Inwestycje alternatywne – oplacalność a ryzyko* (autoreferat rozprawy doktorskiej), <https://zie.pg.edu.pl/documents/10693/30517295/Autoreferat%20mgr%20in%C5%BC.%20Marcin%20Potrykus.pdf>; s. 13–14, stan na 12.04.2017 r.
- Pruchnicka-Grabias I.** (red.), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Rzetelska A.**, *Papiery wartościowe*, w: W.J. Katner (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Wolters Kluwers, Warszawa 2016, s. 669–683.
- Samcik M.**, *Jak inwestować i pomnażać oszczędności*, Samo sedno, Edgar, Warszawa 2014.
- Schneeweis T., Pescatore J.**, *The Handbook of Alternative Investment Strategies*, Euromoney Institutional Investor, New York 1999.
- Sokolowska E.**, *Alternatywne formy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2010.
- Swedroe L., Kizer J.**, *The only guide to alternative investments you'll ever need*, Bloomberg Press, New York 2008.
- Szelągowska A.** (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Szumański A.**, *Problem dopuszczalności prawnej emisji nowych typów papierów wartościowych. Z problematyki zasady numerus clausus papierów wartościowych w prawie polskim*, w: *Studia z prawa gospodarczego i handlowego. Księga pamiątkowa ku czci Prof. S. Włodzki*, Kraków 1996, s. 426–451.
- Veblen T.**, *Teoria klasy próżniaczej*, Warszawskie Wydawnictwo Literackie Muza, Warszawa 2008.

Strony internetowe

- <http://www.befsztyk.pl/oryginalna-poledwica-argentynska-4-5-lbs-black-angus.html>; stan na 12.04.2017 r.
- <http://www.csb.gov.in/statistics/silk-bulletin/raw-silk-prices/>; stan na 12.04.2017 r.
- <http://www.drewno.pl/gieldadrzewna/>; stan na 12.04.2017 r.
- http://www.idexonline.com/diamond_prices_index; stan na 12.04.2017 r.
- <http://www.rolpetrol.com.pl/>; stan na 12.04.2017 r.
- <http://www.sothebys.com/en/news-video/blogs/all-blogs/sotheby-s-at-large/2016/10/sothebys-acquires-mei-moses-indices.html>; stan na 12.04.2017 r.
- <https://k500.com/>; stan na 12.04.2017 r.
- https://wealth.pl/upload/raport_rynek_sztuki_na_swiecie.pdf; stan na 12.04.2017 r.
- <https://www.accaglobal.com/us/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/t7/technical-articles/financial-instruments.html>; stan na 12.04.2017 r.
- <https://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html?symbol=KAKAO>; stan na 12.04.2017 r.

<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Polskie-spoleczenstwo-coraz-bardziej-sie-bogaci-ale-nadal-oszczedza-zachowawczo-7525142.html>; stan na 12.04.2017 r.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603787/IPOL_STU\(2017\)603787_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603787/IPOL_STU(2017)603787_EN.pdf); stan na 12.04.2017 r.

<https://www.justcollecting.com/indexes/pfc40-autograph-index>; stan na 12.04.2017 r.

https://www.quandl.com/data/LIVEX/LVX_100-LVX-100-Fine-Wine-Index; stan na 12.04.2017 r.

<https://www.worldcoinindex.com/pl>; stan na 12.04.2017 r.

<https://www.worldwhiskyindex.com/>; stan na 12.04.2017 r.

https://yarravalleytruffles.com.au/truffles_index.html; stan na 12.04.2017 r.

Michał Tadeusz NAJMAN

THE CONCEPT AND ESSENCE OF ALTERNATIVE INVESTMENTS

Abstract

Background: The dynamism of the financial market forces the holders of cash to secure it, which has resulted in the education and dissemination of the idea of investing in goods other than financial instruments. Alternative investments are still on the margins of consideration in the scientific discourse. Each author who deals with a given issue creates a definition of alternative investments. Therefore, one cannot talk about the institution of alternative investments being established in science. It also results from the ever changing scope of these investments. With the passage of time and the development of the market, some of them are beginning to be considered “classic” investments, while increasingly new forms of money hoarding, not necessarily correctly, are automatically considered to be alternative. Therefore, it seems reasonable to try to answer the question of what alternative investments are, how we can understand them, and what their genesis, essence, and criteria for separation are. Given the unusually dynamic development of the financial instruments market, the growing political tensions, and the resulting market volatility,

Research purpose: The article aims at systematizing the currently available theoretical knowledge on alternative investments, working out their general concept, indicating their quantifiers, and understanding their role in the contemporary financial market.

Methods: The methods of defining alternative investments presented in the literature were analyzed by comparing them with each other, juxtaposing them with the current market, and the main legal provisions regulating the market.

Conclusions: Alternative investments are a variable concept in terms of their extensions in temporal, subject, and geographical terms. To harmonize the understanding of a given term, a two-step method of defining alternative investments was proposed, in which the sine qua non condition of recognizing an investment as an alternative is the impossibility of being credited as a financial instrument or currency. The proposed definition facilitates the use of a given concept, limited geographically to one country (or group of countries), and limited in time (as long as no financial instrument is created for a given investment).

Keywords: alternative investments, the genesis of alternative investments, the essence of alternative investments.