ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVIII, 4 SECTIO H 2014

Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania,
Katedra Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych

URSZULA GIERAŁTOWSKA

Dostępność instrumentów alternatywnych na polskim rynku kapitałowym

Accessibility of alternative investments in the Polish capital market

Słowa kluczowe: dywersyfikacja równoległa, instrumenty alternatywne, korelacja, ryzyko

Keywords: parallel diversification, alternative instruments, correlation, risk

Wstęp

Wraz z rozwojem rynku finansowego coraz większa rzesza inwestorów zgłasza zapotrzebowanie na bardziej rozbudowane strategie inwestycyjne, które z jednej strony dzięki dopasowaniu do profilu inwestora mogą wpływać na wzrost rentowności portfeli inwestycyjnych, a z drugiej zabezpieczają przed pułapkami rynków finansowych, zwłaszcza w okresie dekoniunktury. Rynek finansowy oferuje inwestorom coraz szerszy wachlarz instrumentów inwestycyjnych. Do wyboru oprócz instrumentów klasycznych takich jak lokaty bankowe, obligacje, akcje czy tradycyjne fundusze inwestycyjne do dyspozycji inwestorów są również nowoczesne instrumenty rynku alternatywnego, jak np. nieruchomości, surowce, fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, dzieła sztuki, kamienie szlachetne czy przedmioty kolekcjonerskie. Inwestycje alternatywne podlegają nieustannym zmianom. Niestety nie każdy instrument alternatywny jest dostępny dla inwestora indywidualnego z uwagi na [Jajuga, Jajuga, 2008, s. 392–393]: skalę inwestycji, dostępność, zaawansowanie, warunki wejścia czy specjalistyczną wiedzę, jaka jest potrzebna w procesie inwestowania. Długoterminowy portfel inwestycyjny powinien zawierać różnorodne instrumenty,

a w zależności od indywidualnych preferencji inwestora, jego skłonności do podejmowania ryzyka czy założonego celu inwestycyjnego składniki te powinny występować w różnych proporcjach.

Podstawowym celem artykułu jest krótki przegląd instrumentów alternatywnych dostępnych dla polskiego inwestora. W pracy zostanie również podjęta próba weryfikacji hipotezy, zgodnie z którą instrumenty alternatywne są słabo, a często ujemnie skorelowane z tradycyjnymi klasami aktywów, przez co mogą stanowić doskonały dywersyfikator portfela inwestycyjnego. Wszystkie prezentowane w artykule analizy przeprowadzono na podstawie danych za okres styczeń 2009–maj 2014 r.

1. Inwestycje w metale szlachetne

Rynek surowców w okresie kryzysu gospodarczo-finansowego notował wyraźne wzrosty, przede wszystkim z uwagi na rosnący popyt i osłabienie dolara. Jednak w ostatnich latach ceny surowców wyraźnie spadły. Mimo to popyt konsumpcyjny wyraźnie przewyższa podaż, która jest ograniczona ilością złóż, wykorzystywanymi technologiami i mocami wydobywczymi. Obecnie istnieje wiele możliwości inwestowania w kruszce – poczynając od inwestycji bezpośrednich, poprzez kontrakty *futures*, rynek akcji, fundusze inwestycyjne, a na produktach strukturyzowanych kończąc. Nie wszystkie instrumenty są dostępne na rynku polskim, ale wraz z rosnącym zainteresowaniem surowcami biura maklerskie poszerzają swoją ofertę o te instrumenty. Niestety często wiąże się to z większymi kosztami transakcyjnymi, dodatkowym ryzykiem kursowym, co sprawia, że inwestycje te charakteryzują się wyższym ryzykiem.

Z punktu widzenia inwestycyjnego najpopularniejszym metalem szlachetnym jest oczywiście złoto, ale można inwestować również w srebro, platynę czy pallad. Na rynku istnieje kilka możliwości inwestycji w złoto[1]:

a) złoto w formie fizycznej, przy czym wymaga to od inwestora dużych nakładów kapitału oraz uwzględnienia kosztów przechowania. Sztabki można kupować i sprzedawać m.in. w Mennicy Polskiej, w instytucjach finansowych, na numizmatycznych serwisach internetowych (np. e-numizmatyka.pl), w lombardach i kantorach. W Europie Zachodniej pojawiły się również internetowe platformy zajmujące się handlem złotem, np. GoldMoney czy BullionVault, które proponują zakup kruszców, ich ubezpieczenie oraz przechowywanie w skarbcach;
b) monety zawierające złoto – monety produkowane są przez Mennicę Polską na zlecenie NBP w celach tezauryzacyjnych oraz inwestycyjnych, w ostatnich latach zainteresowanie inwestorów monetami kolekcjonerskimi wyraźnie wzrosło. Największym zainteresowaniem cieszą się monety bulionowe, ponieważ

[1] Por. [Pruchnicka-Grabias (red.), 2008, s. 179 n.]. Dokładna analiza instrumentów na rynku złota w Polsce została przedstawiona przez autorkę w artykule [Gierałtowska, 2011, s. 91–110].

zawartość złota w nich wynosi blisko 100%. Od czerwca 1995 r. NBP emituje serię „Orzeł bielik", ale polscy inwestorzy mogą również kupić zagraniczne monety bulionowe – np. „liście klonowe", krugerrandy, angielskie wiener philharmoniker i suwereny, *american gold eagle*, chińską „pandę";

c) jednostki funduszy inwestujących w złoto – na polskim rynku kapitałowym dostępnych jest kilka certyfikatów inwestycyjnych funduszy, które lokują dużą część swoich aktywów w złoto oraz inne metale szlachetne, jak również w akcje kopalń złota lub firm jubilerskich, np. Investor Gold FIZ, Superfund GoldFuture, Quercus Gold czy PKO – Schroders Złoto i Metale Szlachetne. Coraz większym zainteresowaniem cieszą się fundusze oparte na złocie (GETF). Inwestowanie w GETF-y przynosi wymierne korzyści – inwestorzy unikają nadmiernych opłat (ubezpieczenie), problemów logistycznych (przechowywanie, przenoszenie, odsprzedaż), niepotrzebnego ryzyka, a mają zagwarantowaną płynność inwestycji. Do największych „złotych" GETF-ów należy zaliczyć np. SPDR Gold Trust, iShares Comex Gold Trust czy Power Shares DB Gold;

d) inne – m.in. biżuteria, akcje spółek (np. KGHM lub Kruk), kontrakty terminowe na złoto, certyfikaty surowcowe (m.in. notowane na GPW – RCGLDAOPEN oraz RCNMBAOPEN).

Równie popularne jest inwestowanie w srebro, jednak na niekorzyść tego typu inwestycji przemawia fakt, że jego zakup podlega opodatkowaniu VAT-em. Wachlarz możliwych do wykorzystania instrumentów jest równie szeroki jak w przypadku złota. Inwestor może nabyć sztabki inwestycyjne lub dokonać zakupu monet (np. seria „Szlak bursztynowy" czy „Zwierzęta świata"), ale może również inwestować pośrednio, nabywając akcje spółek zajmujących się wydobyciem srebra (np. KGHM), certyfikaty strukturyzowane (RCSILAOPEN czy RCNMBAOPEN) lub jednostki funduszy inwestycyjnych (np. Investor Gold, zagraniczne fundusze typu ETF – iShares Silver Trust Fund, E-Tracs CMCI ETN Silver, ProShares Ultra Silver Fund czy DB Power Shares Silver Fund).

Analizując dane zawarte w tabeli 1, można zauważyć, iż w długim czasie zarówno metale szlachetne (złoto i srebro), jak i instrumenty oparte na metalach szlachetnych mogą stanowić alternatywę dla inwestowania na wybranych giełdach. Niską lub ujemną korelację otrzymano dla wszystkich analizowanych indeksów giełdowych, niezależnie od przyjętego sposobu wyznaczania stopy zwrotu.

Na uwagę zasługuje również fakt, że wszystkie analizowane instrumenty oparte na złocie są w rzeczywistości wyraźnie z nim skorelowane. Wysoka wartość współczynnika korelacji dla funduszu Investor Gold FIZ wynika z tego, że fundusz inwestuje w instrumenty pochodne powiązane ze złotem, w akcje spółek zajmujących się wydobyciem i przetwarzaniem metali szlachetnych.

Tabela 1. Korelacja pomiędzy wybranymi instrumentami opartymi na metalach szlachetnych a podstawowymi indeksami giełdowymi

	Złoto	Srebro	„Orzeł bielik”[2] (nominał 200)	RCGLDAOPEN[3]	Investor Gold FIZ[4]
WIG	0,1238	0,0901	–0,0178	–0,2957	0,0457
	0,0953	0,1183	–0,2601	–0,3517	0,0309
	0,0062	0,1627	–0,4578	–0,4574	–0,0394
DAX	0,0606	0,0526	–0,0196	–0,3215	0,0262
	0,0928	0,1166	–0,1904	–0,3113	0,0360
	–0,0957	0,1133	–0,4228	–0,4214	–0,1170
DJ	0,0503	0,0860	–0,0277	–0,2474	–0,0233
	0,1227	0,1343	–0,2023	–0,3012	0,0579
	–0,0720	0,0820	–0,4799	–0,4738	–0,1327
FTSE 250	0,1337	0,0909	0,0091	–0,2833	0,0660
	0,1492	0,1350	–0,1744	–0,2781	0,0709
	0,0017	0,1706	–0,3694	–0,3750	–0,0197
Złoto		0,2022	0,1961	0,4752	0,4698
		0,4516	0,5886	0,6337	0,7148
		0,6603	0,6773	0,6979	0,8316

Współczynniki korelacji w poszczególnych wierszach zostały wyznaczone odpowiednio na bazie dziennych, tygodniowych (rolowanych, interwał 5 dni) i miesięcznych (rolowanych, interwał 22 dni) stóp zwrotu z aktywów.

Źródło: obliczenia własne.

[2] Monety z serii „Orzeł bielik” są jedynymi polskimi złotymi monetami bulionowymi. Produkuje się je ze złota próby 999,9, w systemie uncjowym, w czterech rożnych wagach. Wykorzystana w analizie moneta o nominale 200 zł ma masę 0,5 uncji (15,55 g) i średnicę 27,0 mm.

[3] Gold Open-End Index Certificate został wyemitowany przez Raiffeisen Centrobank. Jest to certyfikat strukturyzowany naśladujący zmianę ceny instrumentu bazowego, jakim jest złoto. Na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych jest notowany od 13 września 2007 roku. Płynność certyfikatu RCB zapewnia emitent, który pełni funkcję animatora obrotu.

[4] Fundusz inwestor Gold FIZ założyło Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA i funkcjonuje od 6 października 2006 r. Według założeń polityki inwestycyjnej od 40 do 200% aktywów funduszu będzie inwestowane w kontrakty terminowe na metale szlachetne. Instrumentami bazowymi dla 80% tych kontraktów ma być złoto i srebro, a dla pozostałych 20% inne metale szlachetne. Maksymalnie 60% aktywów funduszu jest inwestowanych w akcje spółek działających w sektorze metali szlachetnych. Według stanu na koniec I kwartału 2014 r. zarejestrowanych jest 37 797 certyfikatów, a wartość aktywów netto przekracza 65,4 mln zł.

Tabela 2. Stopy zwrotu (w %) dla wybranych instrumentów alternatywnych

	Złoto	Srebro	„Orzeł bielik" (nominał 200)	RCGLDAOPEN	Investor Gold FIZ
2009	24,36	53,34	21,91	25,52	32,17
2010	29,68	80,28	34,91	30,63	51,43
2011	11,65	–8,00	23,98	30,14	–14,81
2012	5,35	6,99	–2,35	–5,86	4,30
2013	–27,57	–35,32	–28,74	–29,07	–29,80
I–V 2014	4,37	–2,56	4,92	4,51	–2,90
I 2009–V 2014	43,40	71,48	48,89	48,91	21,21

Źródło: obliczenia własne.

W literaturze przyjmuje się, że w przypadku metali szlachetnych ich udział w portfelu nie powinien przekraczać 20%. Pomimo bogatej oferty instrumentów opartych na metalach szlachetnych inwestorzy powinni inwestować w metale szlachetne przede wszystkim za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Z jednej strony pozwoli im to uniknąć dużej zmienności cen metali wynikającej z działalności spekulacyjnej funduszy inwestycyjnych, a z drugiej występujące w obrocie globalnym ryzyko walutowe zostanie rozproszone. Inwestycje za pośrednictwem funduszy charakteryzują się wyższą płynnością i bezpieczeństwem zwłaszcza w odniesieniu do bezpośrednich inwestycji w metale szlachetne.

2. Inwestycje w nieruchomości

Nieruchomości są postrzegane przez inwestorów jako atrakcyjna klasa aktywów z uwagi na niską korelację z innymi instrumentami. W praktyce gospodarczej na rynku nieruchomości można inwestować bezpośrednio w nieruchomości lub pośrednio w instrumenty finansowe rynku nieruchomości [por. Kucharska-Stasiak, 2006, s. 190]. Inwestycje bezpośrednie mają przede wszystkim charakter długoterminowy, charakteryzują się niską płynnością i zbywalnością w przeciwieństwie do inwestycji finansowych, a od inwestora wymagają dużych nakładów finansowych. Wysoka kapitałochłonność powiązana ze znacznymi kosztami transakcji zmniejsza rentowność inwestycji bezpośrednich, które nie mogą być szybko zbyte w odpowiedzi na trendy panujące na rynku.

Inwestor indywidualny może też na rynku nieruchomości inwestować pośrednio, tj. w spółki deweloperskie i budowlane notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub w instrumenty finansowe rynku nieruchomości. Należy jednak pamiętać, że stopa zwrotu w przypadku inwestycji w spółki deweloperskie i budowlane zależy od koniunktury na krajowym i światowym rynku papierów wartościowych, jakości zarządzania, obranej strategii, a pośrednio od sytuacji na rynku nieruchomości

oraz cen materiałów i usług budowlanych. W przypadku inwestycji pośrednich nie występuje wiele wad inwestowania bezpośredniego. Przede wszystkim cechują się one dużo wyższą płynnością, znajdują się w obrocie publicznym, charakteryzują się niższym ryzykiem oraz umożliwiają większą i skuteczniejszą dywersyfikację ryzyka.

Polski rynek funduszy *real estate*, mimo że istnieje już ponad 10 lat, ciągle nie cieszy się dużym zainteresowaniem inwestorów[5]. Wartość aktywów na koniec kwietnia 2014 r. wynosiła zaledwie 1 281,77 mln zł, co stanowiło 0,81% aktywów polskiego rynku funduszy inwestycyjnych[6]. Należy przy tym podkreślić specyfikę działalności tego typu funduszy – strategie inwestycyjne często zdeterminowane są specyficznymi własnościami nieruchomości, a osiągane przez nie stopy zwrotu nie zawsze wiążą się z kondycją rynku nieruchomości. Wśród największych funduszy rynku nieruchomości wymienić można BPH FIZ Sektora Nieruchomości, Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec–Rynku Nieruchomości FIZ.

Tabela 3. Korelacja pomiędzy wybranymi funduszami *real estate* a innymi aktywami

	Złoto	Srebro	WIG
BPH FIZ SN[7]	–0,0287	–0,0451	0,0570
	–0,0491	–0,0225	0,0994
	–0,0281	0,0313	0,2391
ARKA BZ WBK RN[8]	–0,0033	–0,0018	0,1199
	0,0362	0,0111	0,1122
	0,0608	0,0977	0,1260
SKARBIEC–RN FIZ[9]	–0,0139	–0,0033	0,0179
	–0,0419	–0,0155	0,0288
	–0,0028	0,0420	0,0500

Źródło: obliczenia własne.

[5] Geneza funduszy nieruchomości na świecie sięga 1880 r., kiedy to w Boston-Massachusetts powstał pierwszy na świecie fundusz inwestujący w nieruchomości pozwalający uniknąć inwestorom podwójnego opodatkowania.

[6] Informacje zebrane przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (www.izfa.pl).

[7] Fundusz rozpoczął działalność 3 sierpnia 2005 r. (utworzony przez BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA). Jego aktywa na 31 marca 2014 r. wynoszą 323,6 mln zł, przy 3,408 mln zarejestrowanych certyfikatów. Fundusz inwestuje jedynie w stabilne i rokujące zyski nieruchomości, głównie nieruchomości biurowe, centra handlowe i obiekty magazynowe, wśród których są m.in. budynek biurowy Viking House oraz Renaissance Tower w Warszawie, Centrum Handlowe Krakowska w Warszawie czy obiekty handlu detalicznego na Śląsku.

[8] Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ to pierwszy polski fundusz inwestycyjny zamknięty działający na rynku nieruchomości. Subskrypcja certyfikatów miała miejsce w maju i czerwcu 2004 r. Arka BZ WBK RN inwestuje przede wszystkim w nowoczesne nieruchomości komercyjne (m.in. w budynki biurowe Light House w Warszawie, Winogrady Business Center w Poznaniu czy Red Tower w Łodzi, inwestycje mieszkaniowe Sawa Apartments Wilanów i Centralna Kraków, Centrum Logistyczne Ożarów) i czerpie korzyści z ich najmu. Według stanu na koniec I kwartału 2014 r. zarejestrowanych jest 2,512 mln certyfikatów, a wartość aktywów netto przekracza 217,5 mln zł.

[9] Utworzony 29 października 2004 r. przez Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA fundusz dąży do osiągnięcia celu inwestycyjnego przede wszystkim poprzez nabywanie i obejmowanie akcji spółek

Tabela 4. Stopy zwrotu (w %) dla wybranych funduszy *real estate*

	BPH FIZ SN	ARKA BZ WBK RN	SKARBIEC–RN FIZ
2009	27,64	10,23	–9,65
2010	–8,31	–6,64	–1,94
2011	–2,76	9,30	–3,96
2012	–14,75	–7,61	–25,25
2013	–9,54	–29,21	–10,35
I–V 2014	–8,37	–27,43	1,37
I 2009–V 2014	–19,59	–46,61	–42,20

Źródło: obliczenia własne.

Na podstawie informacji zawartych w tabeli 3 można stwierdzić, że pośrednie sposoby lokowania kapitału na rynku nieruchomości mogą stanowić przydatne uzupełnienie portfela inwestycyjnego z uwagi na niskie skorelowanie zarówno z klasycznymi aktywami (WIG), jak i z metalami szlachetnymi. Jednak należy mieć na uwadze, że w ostatnich latach inwestorzy odwrócili się od tej formy inwestowania oszczędności, co znajduje odzwierciedlenie w niskiej wysokości aktywów analizowanych funduszy oraz w osiąganych przez nie wynikach (tabela 4). Perspektywy dalszego rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce zależą od wielu czynników – przede wszystkim od stabilizacji gospodarczej kraju i rynku nieruchomości w Polsce. Można mieć nadzieję, że w długim horyzoncie czasu wraz z poprawiającą się kondycją gospodarki polskie nieruchomości znowu będą zyskiwać na wartości, co powinno znaleźć bezpośrednie odzwierciedlenie w cenach certyfikatów funduszy nieruchomościowych.

3. Inwestycje w fundusze hedgingowe

Działalność funduszy hedgingowych zasadniczo różni się od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Teoretycznie sukces tych pierwszych jest możliwy przy stosowaniu różnorodnych strategii będących całkowitym przeciwieństwem polityki inwestycyjnej klasycznych funduszy. W strategiach inwestycyjnych funduszy hedgingowych zarządzający sięgają po liczne instrumenty i techniki oparte na krótkiej sprzedaży, lewarowaniu, arbitrażu, instrumentach pochodnych, wykorzystywaniu

akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych i udziałów spółek z o.o., których działalność obejmuje inwestowanie oraz obrót na polskim rynku nieruchomości, głównie w segmencie budownictwa mieszkaniowego (m.in. projekt: „Widok" w Szczecinie, zespół mieszkaniowy „Królewskie Przedmieście" w Wilanowie, projekt „Stara Winiarnia" w Gdańsku czy projekt „Kapelanka I, II, III" w Krakowie). Aktywa funduszu na 31 marca 2014 r. wynoszą 62,7 mln zł.

zdarzeń nadzwyczajnych (fuzje, przejęcia, wykup akcji, zyski lub straty nadzwyczajne, bankructwa), inwestowaniu w spółki z problemami finansowymi, w trudne wierzytelności, analizie globalnych trendów ekonomicznych, wykorzystywaniu potencjału rynków wschodzących.

Dynamiczny rozwój funduszy oraz ich międzynarodowy charakter przy braku odrębnych i wyraźnych uregulowań prawnych stanowi poważne wyzwanie dla instytucji nadzorujących rynki finansowe. Na większości uregulowanych rynków nie ma specjalnej ustawy regulującej działanie funduszy hedgingowych. Z tego też względu w Polsce brak typowych funduszy hedgingowych. Inwestorzy mają jedynie dostęp do tzw. funduszy alternatywnych, których działalność jest zbliżona do funduszy hedgingowych, lecz mieści się w ramach obowiązujących przepisów prawa. Należą do nich m.in. fundusze zamknięte oferowane przez SuperFund TFI, Investors TFI oraz Opera TFI[10], które stosują rozwiązania i strategie charakterystyczne dla funduszy hedgingowych, jednak są zobowiązane do przestrzegania limitów zaangażowania i poziomów lewarowania określonych przez ustawodawcę [Antkiewicz, Kalinowski (red), 2008, s. 30–31].

Tabela 5. Korelacja pomiędzy wybranymi funduszami „hedgingowymi" a innymi aktywami

	Opera za 3 grosze FIZ[7]			Investor FIZ[8]		
	1	2	3	1	2	3
WIG	0,2013	0,3960	0,6386	0,1116	0,1903	0,1707
Złoto	0,0341	0,0278	–0,1554	0,0745	0,1230	0,1850
Srebro	–0,0916	–0,0042	0,0003	–0,1413	0,0416	0,2528
Investor Gold	0,0021	–0,0222	–0,1492	0,1033	0,1708	0,2379
Arka BZ WBK RN	0,0332	0,0488	0,0392	0,0597	0,0259	0,0862
BPH FIZ SN	0,0462	0,0759	0,1796	–0,0080	0,0007	–0,0442
Skarbiec–RN FIZ	0,0327	0,0343	0,0192	–0,0272	–0,0114	0,0626

1 – dzienne stopy zwrotu, 2 – tygodniowe stopy zwrotu, 3 – miesięczne stopy zwrotu.

Źródło: obliczenia własne.

[10] Szerszą analizę i specyfikę funduszy „hedgingowych" autorka przedstawiła w pracy [Gierałtowska, 2013, s. 127–142].

[11] Fundusz został uruchomiony 11 maja 2007 r. i został udostępniony szerszemu gronu inwestorów, ponieważ jest notowany na warszawskiej GPW. Stanowi połączenie strategii możliwej tylko w przypadku funduszy zamkniętych (krótkie pozycje, *private equity*, kontrakty terminowe, arbitraż, opcje, surowce, papiery komercyjne) z płynnością właściwą dla funduszy otwartych. Według założeń polityki inwestycyjnej fundusz przeznaczony jest dla osób poszukujących możliwości osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu niezależnie od koniunktury na krajowym rynku akcji, akceptujących podwyższone ryzyko inwestycyjne. Według stanu na koniec I kwartału 2014 r. zarejestrowanych jest 28 241 certyfikatów, a wartość aktywów netto przekracza 10,9 mln zł.

[12] Fundusz uznawany jest za quasi-hedgingowy ze względu na udział osobistego kapitału właścicieli funduszu w strategii inwestycyjnej oraz wykorzystanie szerokiej gamy instrumentów finansowych (akcje, obligacje, instrumenty pochodne na indeksy, waluty, towary i energię – skład portfela jest zmienny, a proporcje

W Polsce udział funduszy hedgingowych w portfelu pozostaje marginalny, choć na naszym rynku widoczne jest bardzo słabe (często ujemne) skorelowanie tych aktywów z aktywami klasycznymi i alternatywnymi (tabela 5). Obserwując współczynniki korelacji stóp zwrotu polskich funduszy „hedgingowych" ze stopami zwrotu wybranych klasycznych i alternatywnych aktywów, można stwierdzić, że mogą one zdywersyfikować portfel, jednak należy pamiętać, iż takie fundusze powinny stanowić jedynie niewielką część aktywów inwestora, przede wszystkim ze względu na częste błędy w zarządzaniu aktywami funduszy, których koszt przenoszony jest bezpośrednio na inwestorów.

4. Inwestycja w aktywa emocjonalne

Coraz częściej oprócz wiedzy oraz intuicji inwestorów kluczowymi czynnikami, które mają wpływ na powodzenie inwestycji, są pasje i emocje. Dotyczy to przede wszystkim inwestycji w aktywa emocjonalne, których zasadniczą zaletą jest fakt, że ich wartość zazwyczaj rośnie z czasem. Oczywiście dzieje się tak tylko wówczas, gdy przedmiot kolekcjonerski jest unikatowy, a jego walory estetyczne lub smakowe są obiektem pożądania innych kolekcjonerów.

Rynek przedmiotów kolekcjonerskich charakteryzuje się własnymi prawami – przede wszystkim inwestowanie na nim musi mieć charakter długoterminowy. W przeciwieństwie do klasycznych instrumentów finansowych jest on mało płynny, ponieważ transakcje odbywają się rzadko, zazwyczaj w systemie aukcyjnym. Natomiast cena tych instrumentów zależy przede wszystkim od zainteresowania kupującego.

Wśród najbardziej popularnych inwestycji emocjonalnych należy wymienić inwestycje w sztukę, w wino, w samochody klasyczne czy w ludzi. Uzupełnienie portfela inwestycyjnego o tego typu aktywa, oprócz potencjału wysokich stóp zwrotu, może pozytywnie wpłynąć na dywersyfikację ryzyka, ponieważ wartość aktywów emocjonalnych jest niezależna od wydarzeń na rynkach giełdowych, od decyzji banków centralnych i panujących trendów ekonomicznych.

Inwestycje emocjonalne, przede wszystkim w sztukę, stanowią bardzo interesującą grupę rozwiązań dla alokacji kapitału, którą coraz częściej wybierają zamożni inwestorzy. Polski rynek sztuki jest stosunkowo mały i młody. Wykształcił się po transformacji ustrojowej i wciąż znajduje się w fazie dynamicznego rozwoju.

Najpopularniejszym i najbardziej rozwiniętym segmentem polskiego rynku sztuki jest malarstwo i rysunek. Dzieła polskich artystów biją na świecie cenowe rekordy. Inwestorzy i kolekcjonerzy poszukują prac m.in. J. Nowosielskiego, J. Tarasina, J. Sempolińskiego czy W. Sasnala. Wysokie kwoty na aukcjach osiągają dzieła S. Wy-

instrumentów zależą od przewidywanej koniunktury rynkowej). Fundusz został uruchomiony 22 września 2005 r., a wartość jego aktywów na 31 marca 2014 r. wynosi 75,15 mln zł (69 006 zarejestrowanych certyfikatów inwestycyjnych).

spiańskiego, T. Kantora, J. Chełmońskiego czy H. Siemiradzkiego. Należy jednak zwrócić uwagę, że Polacy coraz chętniej inwestują w sztukę nowoczesną, co wymaga mniejszych środków, ale z drugiej strony jest obarczone wysokim ryzykiem, co daje szansę osiągnięcia wysokiego zysku w dłuższym horyzoncie czasu.

Inwestorzy często wykorzystują pośredni sposób inwestowania w sztukę (usługa art bankingu) – inwestor otrzymuje od banku wszechstronną pomoc w nabywaniu dzieł sztuki. Bank reprezentuje klienta na aukcjach, negocjuje warunki transakcji, zapewnia transport, przechowywanie, ubezpieczenie i konserwację eksponatów. Takie propozycje można znaleźć m.in. w ofercie Noble Bank, Pekao SA czy w Banku Zachodnim WBK.

Inwestycja w sztukę jest bez wątpienia efektywnym sposobem pomnażania kapitału, ale Polacy niezwykle rzadko decydują się na tę alternatywę. Wraz ze wzrostem zamożności rynek sztuki także u nas będzie zyskiwał na popularności, jednak prawdopodobnie nie dorówna rynkowi inwestycji klasycznych.

Niezwykle popularną w ostatnich latach grupę aktywów stanowią inwestycje w wino – giełda umożliwiła obrót luksusuowymi markami tych trunków, których ceny notowane są w systemie ciągłym. Wpłynęło to na wzrost zainteresowania winem ze strony inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, co przełożyło się bezpośrednio na wzrost cen [Pruchnicka-Grabias (red), 2008, s. 248]. Unikatową cechą rynku win jest również brak możliwości krótkoterminowych spekulacji, ponieważ koszty transakcyjne są zbyt wysokie, a płynność aktywów – zbyt niska.

W przeciwieństwie do klasycznych instrumentów inwestycyjnych wino istnieje w formie fizycznej, co sprawia, że utrzymuje swoją wartość w okresie kryzysu czy hiperinflacji. Jego cena rynkowa w znacznym stopniu zależy od miejsca pochodzenia winnicy oraz szczepu, z którego wino powstało. Osiąga ono dojrzałość po 5–7 latach, choć według znawców optymalne walory smakowe i najwyższą jakość ma wino leżakujące od 12 do 18 lat. Wina inwestycyjne mają trwałość 40–50 lat, a niektóre jeszcze dłuższą [http://www.premiercru.com]. Rekomendowany okres inwestycji w wino to minimum 5 lat.

Polski rynek wina jest nieukształtowany, stanowi zaledwie 3% rynku europejskiego. Jednak należy podkreślić, że w ostatnich latach dynamicznie wzrasta liczba inwestorów w wino, a co za tym idzie kwoty zainwestowane w nie przez Polaków. Inwestycjami w wino w Polsce, w ramach zamkniętych i otwartych funduszy inwestycyjnych, zajmują się m.in. firmy Stilnovisti, Wealth Solutions, Finare Group i Wine Advisors.

Barierą dla wielu inwestorów zainteresowanych rynkiem win są wysokie koszty związane z rozpoczęciem inwestycji. Aby zdywersyfikować portfel, należy mieć minimum 50 tysięcy złotych. Można inwestować w wybrany rodzaj wina (wśród kwotowanych na giełdzie) lub w wina na rynku pierwotnym (*en primeur*), poprzez domy aukcyjne czy *Wine Banking*, w fundusz inwestycyjny zajmujący się obrotem winem czy inwestowanie w indeks (np. w powstałe w 2004 r. indeksy Liv-ex Fine Wine 50 Index, Liv-ex Fine Wine 100 Index czy Liv-ex Fine Wine Investables Index).

Tabela 6. Korelacja pomiędzy wybranymi indeksami wina a podstawowymi indeksami giełdowymi oraz metalami szlachetnymi

	Liv-ex Fine Wine 100 Index	Liv-ex Fine Wine Investables Index	Liv-ex Fine Wine 50 Index	Liv-ex Bordeaux 500
WIG	0,3482	0,3437	0,3280	0,3035
DAX	0,2961	0,3022	0,2618	0,2396
DJ	0,2683	0,2643	0,2362	0,2221
FTSE 250	0,3433	0,3292	0,3216	0,2940
Złoto	0,1608	0,1315	0,1397	0,1688
Srebro	0,2172	0,2184	0,1919	0,2064

Współczynniki korelacji w poszczególnych wierszach zostały wyznaczone odpowiednio na podstawie miesięcznych stóp zwrotu z aktywów z uwagi na fakt, że większość indeksów oblicza się w ujęciu miesięcznym.

Źródło: obliczenia własne.

Korelacja liniowa (zaprezentowana w tabeli 6) kształtowała się na dość niskim, dodatnim poziomie, co oznacza, że pomiędzy badanymi zmiennymi istniały dość słabe zależności. Z punktu widzenia inwestycyjnego jest to oczywiście dobra informacja, która pozwala inwestorowi na odpowiednią dywersyfikację portfela, a co za tym idzie na osiąganie zysków zarówno w okresie hossy, jak i bessy, z uwagi na niewielką wzajemną zależność stóp zwrotu.

Można zaryzykować stwierdzenie, że wino jest nie tylko dobrym uzupełnieniem naszego menu, lecz również portfela. Jednak dotyczy to przede wszystkim inwestorów zamożnych, którzy skłonni są zamrozić duże środki na kilka lat.

Zakończenie

W czasach niestabilności rynku inwestycje alternatywne pozwalają osiągnąć dobry wynik, często znacznie lepszy niż w przypadku tradycyjnych instrumentów. Główne korzyści związane z inwestycjami alternatywnymi to przede wszystkim ograniczenie zmienności wahań portfela, skuteczniejsza dywersyfikacja oraz wykorzystanie niskiej korelacji z innymi tradycyjnymi klasami aktywów.

Dostępność instrumentów alternatywnych na polskim rynku kapitałowym jest coraz większa, choć nie są one tak popularne jak tradycyjne lokaty bankowe, inwestycje w akcje, obligacje czy fundusze inwestycyjne. Inwestycje w instrumenty alternatywne należy traktować przede wszystkim jako inwestycje długookresowe, jest to propozycja dla osób cierpliwych, mających większe zasoby wolnej gotówki, które oczekują względnego bezpieczeństwa i dywersyfikacji swoich aktywów.

Bibliografia

1. Antkiewicz A., Kalinowski M. (red.), *Innowacje finansowe*, CeDeWu sp z o.o., Warszawa 2008.
2. Gierałtowska U., *Dywersyfikacja równoległa oparta na rynku złota w Polsce*, [w:] *Wybrane problemy finansów*, J. Iwin-Garzyńska (red.), Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 632, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 33, Szczecin 2011.
3. Gierałtowska U., *Inwestycje w fundusz hedgingowy jako przykład instrumentu alternatywnego*, Zeszyty Naukowe nr 768, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 63, Szczecin 2013.
4. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
5. Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
6. Pruchnicka-Grabias I. (red), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008.
7. www.izfa.pl (dostęp: maj 2014).
8. www.premiercru.com (dostęp: maj 2014).

Accessibility of alternative investments in the Polish capital market

The paper presents the accessibility of alternative investments in the Polish capital market and relations between financial assets market and alternative assets market. The aim of the paper is to show that diversification of investment risk based on alternative assets is necessary, because they are weakly correlated with traditional assets and another alternative assets (gold, silver). The research in the Polish capital market was carried in the period January 2009 – May 2014.