Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu
Wydział Finansów i Bankowości

Artur Chołody

Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego

Rozprawa doktorska

Promotor:
dr hab. Magdalena Szyszko, prof. WSB

Poznań, kwiecień 2022

Wstęp **5**
Rozdział 1 Inwestycje alternatywne **19**
1.1. Inwestowanie i inwestycje w teorii finansów 19
1.2. Inwestycje alternatywne w strukturze rynku finansowego 22
1.3. Przykłady rynków alternatywnych 30
1.3.1. Rynek nieruchomości 32
1.3.2. Surowce 32
1.3.3. Instrumenty pochodne 34
1.3.4. Produkty strukturyzowane 35
1.3.5. Fundusze hedgingowe 36
1.3.6. Fundusze private equity oraz venture capital 37
1.4. Organizacja rynków alternatywnych w Polsce 38
1.5. Specyfika inwestycji emocjonalnych 48
Rozdział 2 Numizmatyka jako inwestycja alternatywna **67**
2.1. Narodziny numizmatyki oraz historia polskiego mennictwa 67
2.2. Numizmatycy. Od pasji do inwestycji 96
2.3. Definicje i słownik pojęć charakterystycznych dla rynku numizmatycznego 110
2.4. Organizacja rynku numizmatycznego w Polsce 116
2.5. Kwestie prawne i podatkowe związane z obrotem na rynku numizmatów 125
Rozdział 3 Rynek numizmatów w Polsce w świetle badań własnych **129**
3.1. Metodyka badań pierwotnych 129
3.1.1. Baza danych pierwotnych – założenia i budowa 131
3.1.2. Dobór próby badawczej 135
3.1.3. Syntetyczny opis narzędzia służącego do oceny sytuacji na rynku 141
3.2. Jakościowa ewolucja rynku numizmatycznego w badanym okresie 146
3.3. Zmiany wolumenu rynku numizmatycznego w latach 1995–2018 152
3.4. Waga poszczególnych kategorii numizmatycznych w ogólnym obrocie 165
3.5. Stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym 166
3.6. Porównanie stóp zwrotu na rynku emocjonalnym ze stopami zwrotu na rynkach klasycznych 170
Rozdział 4 Ocena rozwoju i atrakcyjności rynku numizmatycznego w Polsce **181**
4.1. Wnioski z badań własnych 181
4.2. Perspektywy badanego rynku w Polsce 187

Zakończenie **195**
Bibliografia **207**
Spis tabel **221**
Spis wykresów **222**
Spis schematów **223**
Spis załączników **224**

Wstęp

Inwestycje były przez wieki czynnikiem napędzającym postęp i poprawę warunków życia poszczególnych jednostek, jak i całych społeczeństw oraz motorem wzrostu gospodarczego. Opierały się początkowo o rozwój produkcji rolnej, stopniowo ewoluując w kierunku przemysłu oraz usług. Zgromadzony kapitał inwestowano bezpośrednio w osobiste przedsięwzięcia biznesowe lub za pomocą rynków finansowych w sposób rozproszony. W Polsce problematyka inwestycji w kontekście gospodarki rynkowej i ich praktyczne zastosowanie wróciły dopiero na przełomie lat 90. dwudziestego wieku w trakcie przemian społeczno-gospodarczych związanych ze zmianami ustrojowymi. Kilkudziesięcioletnia przerwa w istnieniu gospodarki rynkowej spowodowała konieczność budowy jej najważniejszych elementów od podstaw. Prywatyzacja własności środków produkcji, swoboda obrotu towarami, wolna konkurencja, budowa nowoczesnych instytucji finansowych legły u podstaw odtworzenia wyżej sytuowanych majątkowo grup społecznych. Wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa pojawiło się zapotrzebowanie na dalszą alokację kapitału. Krajowi inwestorzy w zależności od swych preferencji mogli korzystać z różnych form inwestowania na tradycyjnych rynkach, kupując akcje na Giełdzie Papierów Wartościowych lub obligacje.

Portfele inwestycyjne podlegały ciągłej ewolucji zależnej od zmian sytuacji gospodarczej. Kryzys finansowy zapoczątkowany w latach 2007–2008 przyniósł zdecydowane zwiększenie zainteresowania tzw. rynkami alternatywnymi. Inwestorzy poszukiwali możliwości inwestycyjnych, które oprócz zapisu na rachunku w biurze maklerskim utożsamiane były także z wartościami rzeczywistymi[1]. W rozwiniętych gospodarkach kapitalistycznych instrumenty tego typu nie były *novum* powstałym podczas ostatniego kryzysu. Ich burzliwy rozwój nastąpił już w trakcie kryzysu naftowego, a geneza sięgała lat 50. dwudziestego wieku[2]. Niemniej jednak ostatni światowy kryzys finansowy dał impuls do rozwoju rynku instrumentów alternatywnych.

---

[1] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 9.

[2] Pierwszy fundusz hedgingowy utworzył Alfred Winslow Jones w 1949 roku, stosował on strategię krótkiej sprzedaży oraz dźwignię finansową. Zob. *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 17.

Definicja **inwestycji alternatywnych** nie jest jasno sprecyzowana w literaturze, zwykle określa się je jako inwestycje niebędące inwestycjami tradycyjnymi[3]. Za tradycyjne formy inwestowania uznaje się akcje, obligacje czy klasyczne fundusze akcyjne[4]. Zdecydowanie popularniejszy jest sposób definiowania inwestycji alternatywnych poprzez tworzenie grup określonych aktywów i sposobów inwestowania zaliczanych właśnie do alternatywnych. Klasyfikacje tego typu zaprezentowali między innymi Alan Dorsey[5], Elżbieta Ostrowska[6], Adam Jagielnicki[7], Monika Czerwonka wraz z Joanną Dobek[8] oraz Katarzyna Gabryelczyk wraz z Maciejem Kurką, Martą Nowak i Anną Pacanowską[9]. Inwestycje alternatywne nie są wewnętrznie spójną grupą inwestycji. Można w jej obrębie wyróżnić specyficzną podgrupę **inwestycji emocjonalnych**. Podział taki wiąże się ze zróżnicowanymi celami, jakie przyświecają inwestorom. Oprócz maksymalizacji użyteczności pragną oni osiągnąć cele utylitarne, emocjonalne i wizerunkowe[10]. Ta klasa inwestycji alternatywnych łączy w sobie pierwiastek ekonomiczny z emocjonalnym – oprócz wyników finansowych przynosi inwestorom satysfakcję z posiadania przedmiotu inwestycji[11]. Granica pomiędzy inwestycjami emocjonalnym a pozostałymi inwestycjami alternatywnymi jest płynna. Ten sam przedmiot może być jednocześnie lokatą w kruszcu i wyjątkowym numizmatem. Kamień szlachetny może być diamentem o określonej wadze oraz parametrach i jednocześnie kamieniem posiadającym swoją indywidualną nazwę oraz kilkusetletnią historię. **Sama kategoria inwestycji emocjonalnych nie występuje we wszystkich podziałach inwestycji alternatywnych i jest pewną nowością w literaturze**. Szybkość przemian rynkowych, powstawanie nowych rodzajów inwestycji oraz ich redefiniowanie przez samych uczestników rynku utrudniają ich właściwą klasyfikację.

---

[3] Ibidem, s. 13.
[4] M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2014, s. 15.
[5] *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 13–14.
[6] E. Ostrowska, *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny. Metody ocen*, C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 32–35.
[7] A. Jagielnicki, *Inwestycje alternatywne. Pierwsze kroki na rynku pozagiełdowym*, Helion, Gliwice 2010, s. 13–14.
[8] M. Czerwonka, J. Dobek, *Ocena wybranych form inwestycji alternatywnych na przykładzie rynku polskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów", nr 144, 2015, s. 65.
[9] K. Gabryelczyk, M. Kurek, M. Nowak, A. Pacanowska, *Wealth management*, w: *Private asset & Wealth management*, red. K. Gabryelczyk, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 25.
[10] M. Statman, *Czego naprawdę chcą inwestorzy?,* CeDeWu, Warszawa 2012, s. 245.
[11] *Inwestowanie emocjonalne i techniczne*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, 2014, s. 11.

Wzrost popularności inwestycji alternatywnych wynika z dążenia inwestorów do zmniejszenia ryzyka poprzez dywersyfikację portfela i zaangażowanie na różnych rynkach. Ich rola jest szczególnie widoczna w momentach bessy na instrumentach tradycyjnych. Dywersyfikacja portfela łączy się z satysfakcją nabywania przedmiotów, będących często pasją kolekcjonerską.

Jednym z najstarszych rynków zaliczanych do rynków alternatywnych jest rynek numizmatyczny. Jego geneza sięga budowy wielkich kolekcji monet przez monarchów Europy w epoce oświecenia. Współczesne rozumienie numizmatyki jako inwestycji pojawiło się w Polsce w latach 90. ubiegłego stulecia po zmianie systemu gospodarczego na kapitalistyczny, choć we wcześniejszych latach również ceniono wartość materialną zbiorów i dochodziło do licznych transakcji.

Pomimo szybkiego rozwoju i dużego zainteresowania rynkiem numizmatycznym w dwudziestym pierwszym wieku, do tej pory nie doczekał się on poważnej analizy ekonomicznej. W pracach Krzysztofa Borowskiego, specjalizującego się w rynkach emocjonalnych, można zapoznać się z przykładowymi stopami zwrotu z poszczególnych monet, podziałem poszczególnych okresów numizmatyki czy cechami numizmatów będącymi podstawą ich wycen[12]. Opracowania Tomasza Witkiewicza i Krzysztofa Wąsali stanowią pewnego rodzaju poradniki dla początkujących kolekcjonerów i inwestorów, wyjaśniają podstawowe definicje ze słownika numizmatycznego, pozwalają uczynić pierwsze kroki w inwestowaniu na tym rynku[13]. Niektórzy autorzy nie widzą możliwości analizy tego rynku ze względu na nieporównywalność poszczególnych transakcji: każdy z przedmiotów transakcji jest nieco inny i trudno jest jednoznacznie je skategoryzować. Wolumen rynku numizmatycznego w Polsce nie jest znany, czasopisma popularnonaukowe szacowały go w 2007 roku na około 300 milionów złotych. Stopy zwrotu z inwestycji ukazywane są na przykładach pojedynczych aktywów, często tylko tych o rekordowych notowaniach. Szersze analizy stóp zwrotu przeprowadzono tylko dla dwóch bardzo wąskich podokresów numizmatycznych – współczesnych monet kolekcjonerskich NBP oraz dla monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego. Ta druga próba została podjęta przez autora niniejszej

---

[12] K. Borowski, *Rynek inwestycji alternatywnych. Od inwestowania w metale i kamienie szlachetne do numizmatyki, skrypofilistyki i felerystyki*, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 79–115.

[13] T. Witkiewicz, K. Wąsala, *Numizmatyka bez tajemnic, czyli wszystko o kolekcjonowaniu monet od początku*, Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz, Szczecin 2009.

rozprawy i stanowiła badanie wstępne, rozwinięte w pracy doktorskiej. Z tysiąca lat emisji monety polskiej, w literaturze naukowej poddano analizie zaledwie wycinek rynku: przykładowe transakcje kupna-sprzedaży monet wybijanych przez zaledwie czterdziestoletni okres. Nie są znane średnie stopy zwrotu z całego rynku numizmatycznego, co mogłoby być ważną wskazówką dla inwestorów. Dążąc do wypełnienia tej luki, autor w niniejszej rozprawie podejmie się **syntetycznej oceny sytuacji na rynku numizmatów wraz z opracowaniem autorskich narzędzi służących jej ocenie.**

Na **wybór tematu rozprawy** decydujący wpływ miały **trzy główne aspekty**. **Pierwszym jest istniejąca luka w literaturze tematu**: rynki alternatywne, a w szczególności emocjonalne, są relatywnie młode. Nie doczekały się kompleksowej analizy w piśmiennictwie ekonomicznym. Zapewne znacznym problemem dla badaczy jest specyfika tych rynków. Często ich analiza wymagała profesjonalnej wiedzy w dziedzinie innej niż ekonomia (historia, sztuka, a nawet geologia). **Kolejnym argumentem za wyborem tego tematu badawczego jest rosnące zainteresowanie rynkiem numizmatycznym ze strony inwestorów**, mediów oraz potencjalne zaangażowanie instytucji finansowych przekładające się na wzrost obrotów oraz stóp zwrotu z inwestycji. Dzięki temu wyniki prac badawczych mogą spotkać się z zaciekawieniem ze strony inwestorów i zostać praktycznie zastosowane. **Ostatni z powodów podjęcia tych badań to zainteresowania własne autora rynkiem numizmatycznym** sięgające dwudziestu lat wstecz oraz wiedza z zakresu praktycznego inwestowania na rynku inwestycji emocjonalnych, którą może on wykorzystać w niniejszej rozprawie. Praca będzie miała charakter interdyscyplinarny. Jej rezultaty wynikać będą z połączenia ekonomii (badanie rynku), finansów (badanie stóp zwrotu) oraz numizmatyki jako nauki pomocniczej historii (numizmaty jako przedmiot obrotu).

Rynki alternatywne, a zwłaszcza rynki inwestycji emocjonalnych, są relatywnie nowym obszarem zainteresowania zarówno dla rodzimych inwestorów, jak i dla badaczy. Jak już wspomniano, większość dostępnej literatury przedmiotu poprzestaje na zdefiniowaniu ogólnym rynków oraz na przedstawieniu ich przykładów. Niektóre z rynków, zwłaszcza rynek alkoholi oraz rynek sztuki, są bardziej popularne wśród badaczy, o czym świadczą ciekawe publikacje

Agaty Adamskiej[14], K. Borowskiego[15], Marcina Czupryny wraz Pawłem Oleksym[16] czy Joanny Izabeli Cichorskiej[17]. Interesujący autora aukcyjny rynek numizmatyczny jest nadal rynkiem zbadanym bardzo pobieżnie. Nie ma o nim podstawowych, zagregowanych informacji, np. na temat stóp zwrotu czy jego wolumenu. Nie został stworzony polski indeks rynku, choć były podejmowane próby, które jednak okazały się być nieskuteczne.

Kierując się przedstawioną powyżej motywacją, sprowadzającą się do uzupełnienia luk w piśmiennictwie ekonomicznym, autor pragnie w rozprawie zmierzyć się z **problemem badawczym** sformułowanym w następujący sposób: **rynek numizmatyczny w Polsce nie jest wystarczająco zbadany pod względem jakościowym i ilościowym. Brakuje również narzędzi pozwalających na jego ocenę**. Z tych problemów wynikają cele oraz pytania badawcze, jakie stawia przed sobą autor niniejszej rozprawy. W pracy postawiono następujące pytania badawcze:

PB 1: Jak zdefiniować rynek inwestycji emocjonalnych i jak go umiejscowić w strukturze rynku finansowego?

PB 2: W jaki sposób syntetycznie oceniać sytuację na rynku inwestycji numizmatycznych?

PB 3: W jaki sposób rozwijał się rynek numizmatyczny w Polsce w ujęciu jakościowym i ilościowym (z punktu widzenia stóp zwrotu)?

PB 4: Jak kształtowały się stopy zwrotu na rynku numizmatycznych w porównaniu ze stopami zwrotu z innych instrumentów finansowych?

Celem głównym rozprawy jest ocena rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018 wraz z przygotowaniem narzędzi umożliwiających taką ocenę. Cel ten zrealizowany zostanie poprzez realizację celów szczegółowych (CS) przyporządkowanych pytaniom badawczym (oznaczone w nawiasie za celem):

CS1: Opracowanie definicji inwestycji alternatywnych i emocjonalnych o znacznym stopniu ogólności (PB1).

---

[14] A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot inwestycji alternatywnych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 4 (82), 2016.
[15] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit.
[16] Czupryna M., Oleksy P., *Dywidenda emocjonalna z inwestycji alternatywnych na przykładzie win francuskich*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", nr 10 (958), 2016.
[17] J.I. Cichorska, *Rozwój rynku sztuki jako przykład inwestycji alternatywnych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (49), 2015.

CS2: Przygotowanie spójnej z powyższą definicją klasyfikacji rynków finansowych (PB1).

CS3: Zaprojektowanie narzędzia pozwalającego na syntetyczną ocenę rynku, jakim jest rynek inwestycji emocjonalnych (PB2).

CS4: Ocena jakościowa ewolucji rynku numizmatycznego w Polsce w badanym okresie (PB2).

CS5: Ocena ilościowa rynku numizmatycznego w Polsce w badanym okresie (PB3).

CS6: Porównanie wybranych segmentów rynku tradycyjnego z rynkiem numizmatycznym (PB4).

W związku z poszukiwaniem rozwiązania problemu badawczego oraz odpowiedzi na postawione pytania badawcze autor przyjął **hipotezę główną** rozprawy, która zakłada, że **rynek numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu** w porównaniu do rynków tradycyjnych. Dodatkowo przyjęto trzy hipotezy pomocnicze (szczegółowe):

Hs1: W latach 1995–2018 nastąpiła jakościowa zmiana rynku numizmatycznego w Polsce przejawiająca się wzrostem jego profesjonalizacji (do celu 4).

Hs2: W latach 1995–2018 następował wzrost wolumenu transakcji oraz stóp zwrotu z badanego rynku (do celu 5).

Hs3: Stopy zwrotu na rynku numizmatycznym mogą być wyższe niż stopy zwrotu z inwestycji na rynkach tradycyjnych (do celu 6).

Podmiotem badawczym będą domy aukcyjne funkcjonujące na rynku numizmatycznym. Obecnie kluczowe na rynku instytucje to Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk, Warszawskie Centrum Numizmatyczne, Warszawski Dom Aukcyjny, Antykwariat Dawid Janas, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne, Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik, Numis Poland, Coinsnet, Rzeszowski Dom Aukcyjny, Gabinet Numizmatyczny Damian Marciniak, Poznański Dom Aukcyjny Sergiusz Stube, Dom Aukcyjny Numimarket, Stary Sklep Sylwester Kopyciński oraz Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcicki. W ramach prac badawczych przeanalizowane zostaną również archiwalne wyniki nieaktywnych domów aukcyjnych, takich jak: Gdański Gabinet Numizmatyczny, MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne, Hobbista, Gliwickie Centrum Numizmatyczne, Dom Aukcyjny Kazimierz Wonsik. W ramach wywiadów z właścicielami domów aukcyjnych zostaną zdiagnozowane cele zakupowe inwestorów oraz ewentualna obecność na rynku profesjonalnych podmiotów inwestycyjnych (funduszy inwestycyjnych).

Przedmiot badań stanowi rynek inwestycji w numizmatykę. Charakteryzuje się on wielością kanałów dystrybucji oraz zróżnicowaniem asortymentu. Dla celów niniejszej rozprawy przyjęto, że badaniu podlega rynek aukcyjny polskich monet. W szerokich definicjach rynku numizmatycznego jako aktywa podlegające obrotowi wymienia się nie tylko monety, ale zbliżone do nich medale, papiery wartościowe, pieniądz papierowy, literaturę numizmatyczną. Autor skoncentruje się na kluczowych dla rynku monetach, gdyż dane o ich sprzedaży są najbogatsze, a obrót – najwyższy. Część dostępnych kanałów dystrybucji z powodów praktycznych nie może zostać poddana badaniu. Obrót dokonywany pomiędzy osobami prywatnymi nie jest rejestrowany i upubliczniany. Handel na targowiskach i giełdach często odbywa się poza formalnym obrotem gospodarczym. Sklepy numizmatyczne rozproszone są po całym kraju i często łączą swoją funkcję z handlem starociami. Za pośrednictwem domów aukcyjnych sprzedawana jest zdecydowana większość atrakcyjnych i drogich walorów, budzących zainteresowanie inwestorów. Autora rozprawy interesuje najważniejszy element rynku numizmatycznego, jakim są **profesjonalne aukcje numizmatyczne**. To one będą przedmiotem badania w rozprawie.

Analizie zostaną poddane transakcje dokonane w latach 1995–2018 w Polsce (co odpowiada zakresowi czasowemu i terytorialnemu rozprawy). Przed 1990 rokiem znaczna część transakcji odbywała się na rynku nieformalnym. Dane z lat 1990–1995 z powodu wysokiej inflacji i funkcjonowaniu w obiegu złotego sprzed dewaluacji mogłyby powodować niejednoznaczność wyników i błędy interpretacyjne. Przyjęcie krótszego okresu badawczego, pomimo szczególnie bogatego materiału z ostatnich lat, uniemożliwiłoby ocenę rynku w dłuższej perspektywie i jego zachowania w trakcie bessy, która dotyka także rynków alternatywnych. Zweryfikowane zostaną transakcje odbywające się w Polsce na stacjonarnych i internetowych aukcjach przeprowadzanych przez profesjonalne domy aukcyjne. Aukcje stacjonarne odbywały się regularnie w największych miastach – Warszawa, Poznań, Wrocław, Gdańsk. Praca i wyniki będą miały jednak kontekst ogólnopolski.

W niniejszej pracy zastosowane zostanie kilka **metod badawczych o charakterze jakościowym i ilościowym**. Pierwszą z nich będzie analiza literatury niezbędna dla przygotowania podstaw teoretycznych rozprawy. Autor odniesie się do teorii finansów i literatury z zakresy rynków finansowych. Pomoże to zdefiniować i sklasyfikować inwestycje. Metoda opisowa, także wykorzystująca literaturę przedmiotu, pozwoli na zbadanie genezy oraz

przedstawienie rozwoju rynków inwestycji alternatywnych. Autor szczególną uwagę zwróci na inwestycje emocjonalne i scharakteryzuje ich specyfikę. Wprowadzenie w rynek numizmatyczny jako przykład rynku inwestycji alternatywnych wymaga również analizy literatury z zakresu numizmatyki jako nauki pomocniczej historii. Zastosowanie opisanych powyżej metod umożliwi realizację celów szczegółowych CS1 i CS2.

W ramach realizacji celu trzeciego (CS3) – o charakterze metodycznym – **autor zbuduje oryginalną bazę danych oraz zaprojektuje narzędzie służące ocenie rynku**. Specyfiką pracy, ze względu na niezbadany do tej pory przedmiot analiz, będzie tworzenie od podstaw niezbędnej bazy danych grupujących informacje o zawartych transakcjach. Współcześnie domy aukcyjne prowadzą dość jednolitą politykę w tym zakresie. Aukcje prowadzone są równolegle na platformach aukcyjnych i każda pozostawia swój elektroniczny zapis. Problem stanowią jednak archiwalne aukcje, które przeprowadzane były tylko w trybie stacjonarnym i ich notowania dostępne są wyłącznie w historycznych dokumentach papierowych. Łączną liczbę transakcji dokonanych w okresie badawczym, będącym w zainteresowaniu autora, można oszacować na około 750.000 rekordów. W ostatnich latach rozwój rynku i jego profesjonalizacja zdecydowanie zwiększył liczbę transakcji na aukcjach numizmatycznych, których realizuje się rocznie 60.000–70.000.

Stworzenie zintegrowanej bazy transakcji lub całościowego archiwum pozwoli na oszacowanie wolumenu rynku w poszczególnych latach. Autor w ramach tego etapu badań ustali też wagi poszczególnych podokresów numizmatycznych. Pozwoli to na stworzenie elementów procedury wyboru ilości transakcji na poszczególnych monetach w odpowiedniej proporcji. Wolumen rynku jest niezwykle istotny dla inwestorów ze względu na związaną z nim płynność i ogólną tendencję wzrostu albo spadku zainteresowania danym rynkiem alternatywnym.

Ważnym elementem badań będą pogłębione wywiady z właścicielami domów aukcyjnych (realizacja CS4). Ich wiedza na temat mechanizmów wewnętrznych panujących na rynku dodatkowo weryfikowałaby założenia, jakie przyjął autor do badań ilościowych. Domy aukcyjne posiadają wiedzę o ewentualnym czasie odsprzedaży uprzednio zakupionych dóbr. Kluczowi klienci są osobiście znani przez ich właścicieli. Często dzielą się z nimi swoją motywacją i koncepcją inwestowania. W ramach wywiadów możliwe będzie zweryfikowanie informacji o zaangażowaniu w handel inwestorów instytucjonalnych w postaci funduszy

inwestycyjnych. W jakiejś mierze tę rolę mogą też odgrywać same domy aukcyjne gromadzące zapasy atrakcyjnych walorów w okresie bessy na rynku. Wywiady prowadzone będą z kierownictwem wybranych domów aukcyjnych wymienionych przy opisie zakresu podmiotowego pracy.

W kolejnym etapie badań autor skupi się na obliczeniu stóp zwrotu z inwestycji w poszczególne walory w badanym okresie sprawozdawczym. Tym samym zrealizuje cel szczegółowy CS5. Szczególną uwagę autor poświęci doborowi walorów do próby. Muszą one spełniać z góry określone warunki, tak aby zgodnie ze specyfiką tego skomplikowanego rynku porównywać porównywalne. Według podstawowych założeń moneta przyjęta to próby powinna:

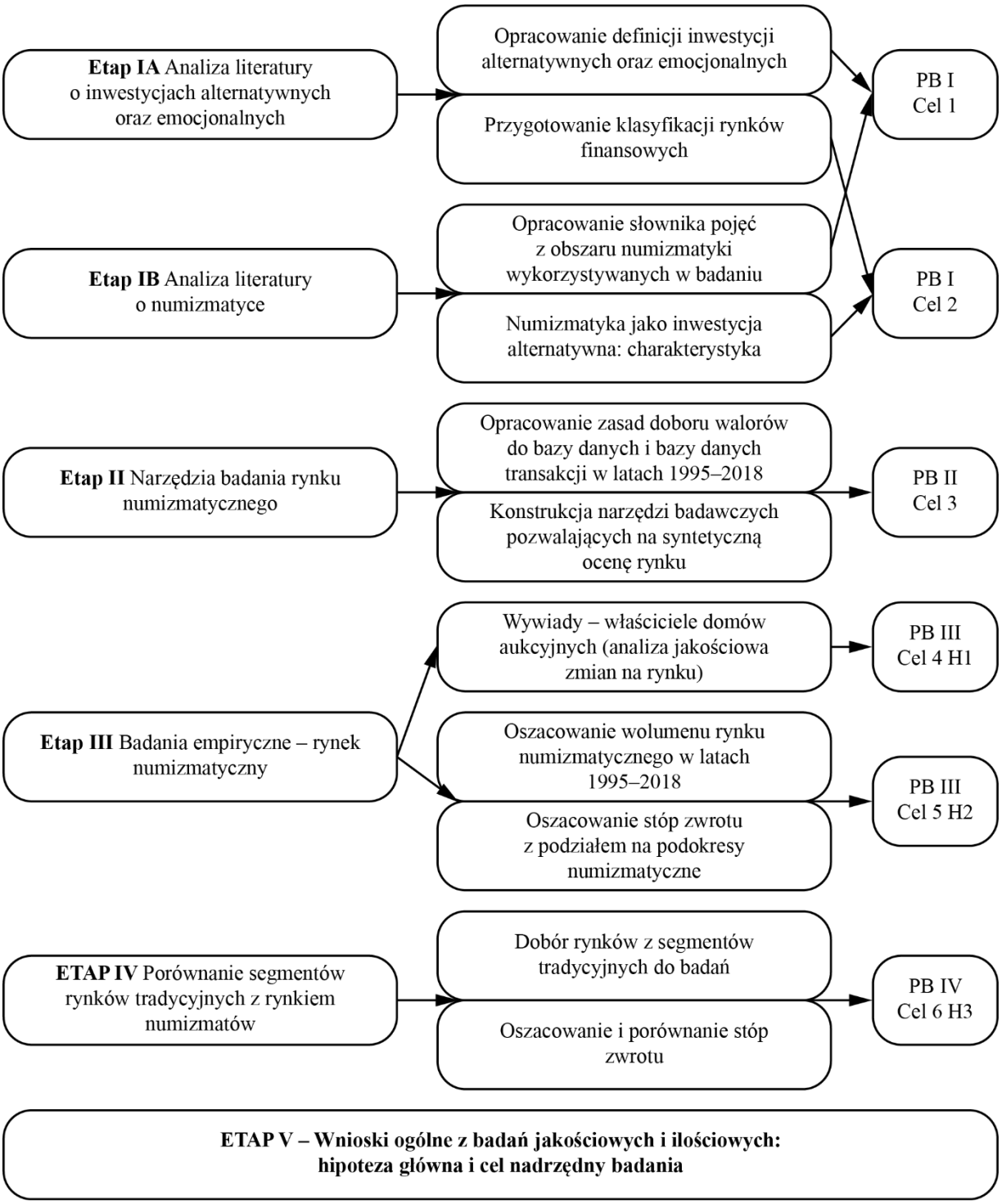
- posiadać minimalną liczbę notowań, aby można było odnotować zmianę ceny w czasie, 15–20 notowań w okresie sprawozdawczym,
- posiadać zbliżoną rzadkość oraz stan zachowania.

W efekcie doboru próby badawczej pominięta zostanie ciekawa grupa monet – unikatów. Niestety w przypadku sprzedaży pojedynczych egzemplarzy raz na kilkadziesiąt lat lub w skrajnym przypadku – raz w historii notowań numizmatycznych – nie ma możliwości porównania zmiany cen i dlatego takie przypadki zostaną pominięte.

Ważnym elementem pracy będzie połączenie wyników badań wolumenu w poszczególnych okresach numizmatycznych z procedurą doboru monet do drugiego etapu badań. Uzyskana próba musi odpowiadać proporcji wagi danego okresu numizmatycznego w ogólnej wadze całego wolumenu. Odpowiednie wagi zostaną wyliczone dla całego badanego zakresu czasowego i na ich bazie zostaną ustalone określone proporcje. Jest to konieczne, aby wynik ogólny stóp zwrotu nie został wypaczony przez nadmiar monet pochodzących z popularniejszych wśród inwestorów okresów numizmatycznych.

Wynikiem badań prowadzonych na tym etapie powinno być określenie stopy zwrotu dla całego rynku. Według najlepszej wiedzy autora nie ma dotychczas żadnych opublikowanych wyników badania o tej skali i charakterze. Wynik nawet dla ekspertów z branży pozostaje jedynie w sferze domysłów. Na jego bazie będzie można dokonać dalszych badań, mających na celu porównanie stóp zwrotu z inwestycji w numizmatykę z wybranymi inwestycjami na rynkach klasycznych.

Schemat 1. Procedura badawcza



Źródło: opracowanie własne.

Pięcioetapową procedurę badawczą przedstawiono na schemacie 1. Poszczególnym etapom badania przypisano realizowane na nich cele badawcze i zastosowane metody.

Efektem pracy będzie ocena rynku emocjonalnego, jakim jest rynek numizmatyczny. **Z punktu widzenia dyscypliny ekonomia i finanse, wkładem w naukę, a jednocześnie przewidywanym rezultatem rozprawy jest opracowanie definicji inwestycji alternatywnych i emocjonalnych oraz zaproponowanie spójnego z nią miejsca rynków emocjonalnych w strukturze rynku finansowego.**

Praca dostarczy pierwszej, syntetycznej, ale także kompleksowej oceny badanego rynku. W tej chwili nie ma danych na temat nawet tak oczywistych parametrów rynku, jak zagregowany wolumen i przeciętne stopy zwrotu. Waga rynków alternatywnych stale rośnie. Rynki tradycyjne przejmowane są w dużej mierze przez inwestorów instytucjonalnych i być może to właśnie nowe rynki są potencjalną perspektywą dla inwestorów indywidualnych. Analiza stóp zwrotu pozwoli ocenić atrakcyjność zaangażowania na rynku numizmatycznym.

Opracowanie metod wyliczania wolumenu rynku oraz syntetycznej oceny stóp zwrotu umożliwi śledzenie w przyszłości jego rozwoju i dochodowości. **Tym samym autor dostarczy narzędzie mogące być uaktualniane i dostosowywane przez innych badaczy do rynków o podobnej specyfice.**

Podsumowując, realizacja procedury badawczej zaproponowanej w rozprawie uzupełni istotną lukę o wymiarze teoretycznym, metodycznym oraz praktycznym w piśmiennictwie z obszaru ekonomii i finansów.

W trakcie prac nad rozprawą zostanie wykorzystana literatura polsko- i anglojęzyczna z dziedzin finansów, ekonomii oraz historii. Najważniejsze dla podstaw teoretycznych rozprawy będzie przeanalizowanie genezy oraz koncepcji inwestycji alternatywnych. Autor planuje odnieść się do istniejących definicji zarówno inwestycji alternatywnych, jak i ich specyficznej podgrupy, jaką są inwestycje emocjonalne oraz zaproponować definicję autorską. Literatura fachowa będzie też podstawowym źródłem, na bazie którego zostaną omówione przykłady rynków alternatywnych i ich funkcjonowanie na terenie kraju. Bieżące informacje o rynkach zostaną zaczerpnięte z mediów biznesowych oraz raportów instytucji zajmujących się coraz bardziej popularnym *wealth management*.

Wprowadzenie teoretyczne w rynek emocjonalny, jakim jest rynek numizmatyczny, wymaga sięgnięcia do literatury specjalistycznej z dziedziny samej numizmatyki, rozumianej jako nauka pomocnicza historii. Bogata literatura naukowa i fachowa pozwoli ukazać jej genezę i ewolucję. Pozycje numizmatyczne wyróżniają się dużą specyfiką, często wydawane są przez

samych autorów i kierowane do wąskiej grupy specjalistów z branży. Na bazie zaczerpniętych z nich informacji można wskazać podziały istniejącego rynku monet, kryteria oceny poszczególnych egzemplarzy oraz uzasadnienie do doboru próby badawczej. Pozwolą one również stworzyć słownik wyjaśniający podstawowe terminy numizmatyczne, które są nieodzowne również w profesjonalnym inwestowaniu na tym rynku.

Najważniejszymi źródłami dla części badawczej pracy będą wyniki transakcji z aukcji numizmatycznych z lat 1995–2018. Liczbę aukcji oszacować można na kilkaset, a sprzedanych walorów na kilkaset tysięcy sztuk. Zgromadzenie danych będzie najbardziej czasochłonnym elementem badania. Jak już wspomniano, baza danych zostanie zbudowana poprzez zebranie danych archiwalnych z domów aukcyjnych, których część jest dostępna w formie elektronicznej, część tylko w formie papierowych katalogów. Najdłużej działające Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Polskie Towarzystwo Numizmatyczne posiadają dane o około 300.000 transakcji.

Tematyka inwestycji emocjonalnych na rynku numizmatycznym jest stale poruszana w popularnych mediach biznesowych i portalach internetowych. Zawierają one istotne informacje dotyczące tendencji panujących na rynku i mogą zostać wykorzystane w niniejszej pracy. Przeanalizowane zostaną również czasopisma fachowe z dziedziny samej numizmatyki, takie jak „Przegląd Numizmatyczny" oraz branżowe strony internetowe.

Praca składa się z czterech rozdziałów, wstępu oraz zakończenia. Pierwsze dwa rozdziały mają charakter teoretyczno-opisowy. Rozdział pierwszy definiuje – będące głównym punktem rozważań – inwestycje alternatywne, omawia ich specyfikę oraz genezę. Zostaną w nim opisane przykładowe rynki alternatywne wraz ze szczególnymi rynkami emocjonalnymi, których egzemplifikacją jest interesujący autora rynek numizmatyczny.

W rozdziale drugim przedstawiony zostanie świat numizmatyki, jej historia i ewolucja z punktu widzenia nauki pomocniczej historii. Pozwoli to zrozumieć specyficzny język, jaki funkcjonuje na tym rynku oraz podstawowe kryteria służące ocenie walorów będących w obrocie. Omówione zostaną zmiany na rynku i jego aktualny kształt. Autor przedstawi w nim również podstawy prawne i podatkowe obrotu numizmatami, których znajomość jest konieczna dla potencjalnych inwestorów.

Rozdział trzeci poświęcony zostanie badaniom własnym. Omówiona w nim zostanie metodyka badań, założenia przyjęte do budowy podstawowej bazy danych oraz dobór próby

badawczej. Autor przedstawi koncepcję narzędzia służącego do oceny sytuacji na rynku. Za jego pomocą dokonane zostanie oszacowanie wolumenu rynku numizmatycznego w latach 1995–2018 oraz wag podokresów numizmatycznych. Na podstawie wcześniej dobranej próby badawczej autor obliczy stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym. Zostaną one porównane ze stopami zwrotu na rynkach klasycznych.

W rozdziale czwartym autor dokona podsumowania wniosków wynikających z przeprowadzonych badań własnych. Zostaną przedstawione perspektywy rozwoju rynku numizmatycznego w Polsce.

Struktura rozprawy zgodna jest z realizacją zamierzeń badawczych pracy i umożliwi realizację celu głównego.

Rozdział 1
Inwestycje alternatywne

1.1. Inwestowanie i inwestycje w teorii finansów

Inwestowanie, od zarania cywilizacji będące nieodłącznym elementem działalności człowieka, ma swój początek w transformacji kultury łowiecko-zbierackiej i płynnym przejściu do uprawy roli. Przejście to wymagało zmiany organizacji pracy, ale także planowego rozdysponowania dostępnych zasobów. Zebrane ziarno pozostawało materiałem siewnym, zaczątkiem nowego plonu, zamiast służenia wyłącznie bieżącej konsumpcji. Te pierwotne „inwestycje" legły u podstaw rewolucji neolitycznej, w trakcie której człowiek zmienił tryb życia z koczowniczego na osiadły. W tamtym czasie powstały osady z bogatym życiem kulturalnym i religijnym – narodziła się cywilizacja. Po upływie tysiącleci jedna z najpopularniejszych definicji **inwestycji**, stworzona w 1965 roku przez Jacka Hirshleifera, jest bardzo bliska jej pierwotnym cechom. Zgodnie z tą koncepcją inwestycja jest w istocie **bieżącym wyrzeczeniem dla przyszłych korzyści**. Teraźniejszość jest względnie dobrze znana, natomiast przyszłość to zawsze tajemnica. Dlatego inwestycja jest wyrzeczeniem się pewnego dla niepewnej korzyści[18].

Z punktu widzenia makroekonomicznego inwestycje związane są z bezpośrednią działalnością przedsiębiorstw, mającą na celu powiększenie zasobów kapitału trwałego i zapasów[19], a pośrednio – mocy wytwórczych gospodarki. Zgodnie z tym poglądem wydatki inwestycyjne można podzielić na trzy rodzaje: związane z wyposażeniem przedsiębiorstw w środki trwałe, wydatki na budownictwo oraz na powiększenie zapasów. Jednak w niniejszej pracy kluczowym aspektem inwestycji nie jest ich rola jako głównego czynnika rozwoju gospodarczego, ale związek wydatków z osobą inwestora i jego chęcią powiększenia swojego majątku[20].

Rozwinięcie definicji J. Hirshleifera pozwala na określenie najbardziej charakterystycznych cech inwestycji, a mianowicie:

---

[18] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 7.
[19] B. Czarny, R. Rapacki, *Podstawy ekonomii*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 386.
[20] M. Al-Kaber, *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2010, s. 30.

- **elementu psychologicznego** wynikającego z wyrzeczenia się poprzez rezygnację z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych korzyści,
- **upływu czasu** towarzyszącego inwestorowi, który oczekuje korzystnego efektu poczynionych inwestycji,
- **ryzyka** wynikającego z tego, że przyszłe korzyści mogą wystąpić, ale nie muszą, inwestujący może ponieść straty[21].

Według Herberta Mayo istnieje jedna istotna cecha wspólna inwestycji – określająca cel kupującego – posiadanie rentownych aktywów niezależnie od podmiotu dokonującego zaangażowania kapitału. Kluczowy jest zamiar nabywcy związany z gromadzeniem aktywów oraz zwiększeniem ich wartości w czasie[22].

Inne spojrzenie na inwestowanie przedstawił David Luenberger, dokonując spostrzeżeń na podstawie analizy wydatków i wpływów w ciągu pewnego okresu. W tym ujęciu celem inwestycji jest otrzymanie najbardziej pożądanego rozkładu ich przepływów w czasie. Kiedy wydatki i wpływy są określane w jednostkach pieniężnych, wtedy pojedynczy wpływ netto w dowolnym okresie nazywany jest przepływem pieniężnym (*cash flow*), a ciąg takich płatności w kilku okresach nazywa się strumieniem przepływów pieniężnych (*cash flow stream*). Celem inwestycji może być zatem uzyskanie strumienia przepływów pieniężnych, który byłby najbardziej atrakcyjny dla inwestora[23].

W rozważaniach na temat inwestycji pojęcie ryzyka występuje jako ich nieodłączny atrybut. Słowo to ma swoją genezę w starowłoskim *risciare*, które oznacza odważyć się. Zatem z semantyki określenia wynika, że ryzyko jest raczej wyborem, a nie nieuchronnym przeznaczeniem. Wiążąc ryzyko z wyborem, podkreśla się jego nierozerwalny związek z czasem. Można nawet stwierdzić, że naturę ryzyka kształtuje horyzont czasu[24].

Ryzyko stanowi przedmiot szeroko zakrojonych badań publikowanych w literaturze ekonomicznej i jest przez inwestorów traktowane jako czynnik kluczowy brany pod uwagę w trakcie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Przykładowo, do jego najważniejszych rodzajów zaliczyć można:

---

[21] *Inwestor, inwestycje rzeczowe: przygotowanie, realizacja, ewidencja inwestycji*, red. W. Flak, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000, s. 2.
[22] H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania,* Wydawnictwo K. E. Liber, Warszawa 1997, s. 6.
[23] D.G. Luenberger, *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 15
[24] W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001, s. 11.

- ryzyko rynkowe (*market risk*) określa możliwość poniesienia strat na otwartych pozycjach w wyniku zmian cen rynkowych; jest to bardzo szeroka kategoria ryzyka, w ramach której można wyróżnić szczegółowe podkategorie: ryzyko cen akcji, ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko cen towarów, ryzyko branżowe,
- ryzyko biznesowe (*bussines risk*) zwane również ryzykiem finansowym, dotyczy zdolności przedsiębiorstwa do obsługi zobowiązań,
- ryzyko płynności (*liquidity risk*) decyduje o perspektywach wyjścia z inwestycji zarówno pod względem terminowości, jak i kosztów,
- ryzyko kraju (*country risk*) jest związane z niepewnością polityczną i gospodarczą kraju, w którym dokonywana jest inwestycja,
- ryzyko inflacji (*inflation risk*) odnosi się do niepewności co do przyszłej realnej wartości inwestycji[25].

Kwestie ryzyka oraz upływającego czasu, które są związane z poszczególnymi inwestycjami, nie sprawiają takiej trudności w zdefiniowaniu i zbadaniu, jak **element psychologiczny decyzji inwestora**. Podmioty aktywne na rynkach podejmują działania, mając niezwykle zróżnicowane cele i strategie. Nie tylko maksymalizacja użyteczności, ale także cele utylitarne, emocjonalne i wizerunkowe stanowią podstawę do dokonywania inwestycji[26].

Inwestorzy stanowią grupę niejednorodną. W ich zbiorze można wyróżnić gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa niefinansowe, władze publiczne, instytucje finansowe oraz inwestorów zagranicznych[27]. **W niniejszej dysertacji punktem uwagi są inwestycje budzące zainteresowanie szczególnie inwestorów prywatnych (gospodarstwa domowe).** Cele inwestycyjne tej grupy inwestorów są najbardziej złożone i zależne od czynników psychologicznych. Gdy przyjmują jedynie wymiar finansowy, wówczas celem staje się doraźny zysk lub długofalowo – zamożność, bogactwo, a nawet zgromadzenie majątku przekazywanego następnym pokoleniom. Jednak cele mogą odnosić się także do sfery pozamaterialnej i obejmować mogą wykazywanie słuszności prezentowanych poglądów, osiągnięcie wysokiej

---

[25] K. Stoute, *Help, I'm Rich! Your Compass to a Value-Adding Private Banking Experience*, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore 2015, s. 51–54.
[26] *Inwestowanie. Rynki, instrumenty, decyzje*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2015, s. 7.
[27] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN SA, Warszawa 2008, s. 47–49.

pozycji zawodowej czy społecznej, zdobycie uznania innych. Cele inwestycyjne, chociaż często nie są formułowane jasno i jednoznacznie, a nierzadko nawet nie do końca uświadamiane, zazwyczaj istotnie wpływają na podejmowane decyzje[28].

Koncepcja J. Hirshleifera, dotycząca rozumienia inwestycji, jest nadal aktualna i przytaczana przez wielu współczesnych autorów, a jej najważniejsze elementy – wyrzeczenie, czas i ryzyko – stanowią kluczową triadę cech inwestycji. Teresa oraz Krzysztof Jajuga dokonali jej rozwinięcia i wskazali, że najlepiej z pojawiających się w literaturze definicji inwestycji oddaje ona ich istotę[29].

Jeżeli w przypadku definiowania inwestycji istnieje pewna spójność w badaniach naukowych, to ich podział w strukturze rynku inwestycyjnego stanowi złożony problem, na którego rozwiązanie niemal każdy z autorów ma inną propozycję.

1.2. Inwestycje alternatywne w strukturze rynku finansowego

Inwestorzy na rynkach zachodnich, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, w odpowiedzi na kryzys ekonomiczny oraz wysoką inflację wczesnych lat 80. dwudziestego wieku rozpoczęli poszukiwania alternatywnych sposobów na lokowanie kapitału. Popularność zyskały zdecydowanie inwestycje w aktywa rzeczowe, mające dywersyfikować ryzyko inwestycji finansowych[30]. Z całą pewnością większość, uznanych za innowacyjne, sposobów lokowania kapitału była już znana od dziesięcioleci, ale korzystało z nich tylko wąskie grono inwestorów. Inwestycje w aktywa rzeczowe, których główne zadanie stanowiła zmiana składu tradycyjnego portfela inwestorów, w literaturze zyskały miano **inwestycji alternatywnych**.

Problem ze zdefiniowaniem inwestycji alternatywnych przejawia się w zróżnicowanym sposobie ich opisu, jaki występuje na kartach literatury naukowej. Zazwyczaj określa się je poprzez wyróżnienie cech charakterystycznych bądź przykładów tego rodzaju inwestycji. Drugim ze sposobów jest określenie inwestycji alternatywnych jako lokowanie kapitału niemieszczącego się w ramach inwestycji tradycyjnych[31]. Wśród **tradycyjnych form**

---

[28] *Inwestowanie emocjonalne i techniczne*, op. cit., s. 11.
[29] K. Jajuga, T. Jajuga, op. cit., s. 7.
[30] H. B. Mayo, op. cit., s. 705.
[31] *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 13.

inwestowania wyróżnia się inwestycje w **akcje, obligacje oraz klasyczne fundusze inwestycyjne**[32].

Niektóre z koncepcji podziału lokowania kapitału obok inwestycji klasycznych stawiają inwestycje rzeczowe lub inwestycje nowoczesne. W większości przypadków pokrywają się one ze zbiorem szeroko rozumianych inwestycji alternatywnych. Autorzy różnią się co do niektórych elementów wchodzących w ich skład. Granice rynku inwestycji alternatywnych nie są tak precyzyjnie określone, jak ma to miejsce na rynku akcji, obligacji czy też instrumentów pochodnych[33].

W pracach naukowych obejmujących tematykę inwestycji alternatywnych istnieje wiele szczegółowych podziałów zawierających poszczególne kategorie sposobów lokowania kapitału. Małgorzata Mikita i Wanda Pełka za inwestycje tradycyjne uznały akcje, obligacje, fundusze klasyczne oraz instrumenty rynku pieniężnego. Do inwestycji alternatywnych zaliczyły z kolei fundusze *hedge*, fundusze *private equity*, fundusze funduszy, produkty strukturyzowane, nieruchomości, surowce, infrastrukturę, derywaty, instrumenty kredytowe, konta zarządzane oraz inwestycje emocjonalne[34]. Szczegółowe zestawienie powyższych inwestycji zawiera tabela 1.

Alan Dorsey do grupy inwestycji alternatywnych zaliczył zbliżony, choć nie tak szeroki zakres, jak zrobiły to M. Mikita oraz W. Pełka. Autor ten wyróżnił fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, rynek nieruchomości, waluty, towary, drewno do produkcji, gaz i ropę naftową[35]. Z całą pewnością można traktować wymienione elementy tylko jako przykłady szerszych grup aktywów, np. całej gamy surowców. Jak zauważyła Izabela Pruchnicka-Grabias, klasyfikacje nie stanowią kompletnego zbioru dostępnych rodzajów inwestycji alternatywnych. Mają one raczej na celu przybliżenie istoty tego rodzaju inwestycji, a nie stworzenie zamkniętego ich katalogu[36].

---

[32] M. Mikita, W. Pełka, op. cit., s. 15.
[33] K. Borowski, *Rynek inwestycji alternatywnych...*, op. cit., s. 7.
[34] M. Mikita, W. Pełka, op. cit., s. 16.
[35] *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 13–14.
[36] Ibidem, s. 15.

Tabela 1. Inwestycje alternatywne – podział według M. Mikity i W. Pełki

Grupa inwestycji	**Możliwe formy inwestycji w grupie**
Fundusze *hedge*	Fundusze stosujące strategie trendu rynkowego, stosujące strategie okazyjne, stosujące strategie arbitrażowe
Fundusze funduszy	Tradycyjne fundusze funduszy, fundusze funduszy hedgingowych, fundusze funduszy *private equity*
Fundusze *private equity*	*Venture capital*, firmy z perspektywą wzrostu, anioły biznesu, kapitał *mezzanine*, wykupy lewarowane
Nieruchomości	Inwestycje bezpośrednie w nieruchomości, fundusze nieruchomości REIT (*Real Estate Investment Trust)*, papiery wartościowe
Instrumenty pochodne	Derywaty walutowe, stopy procentowej, rynku kapitałowego, kredytowe, towarowe
Instrumenty kredytowe	Derywaty kredytowe CDS (*Credit Default Swap*), wehikuły inwestycyjne CDO (*Collateralized Debt Obligation*)
Produkty strukturyzowane	Lokaty inwestycyjne, certyfikaty strukturyzowane, obligacje strukturyzowane, polisy strukturyzowane, fundusze z ochroną kapitału
Surowce	Metale szlachetne, surowce energetyczne, metale przemysłowe, surowce rolne
Konta zarządzane CTA (*Commodity Trading Advisor*)	Konta *forex*, konta *manager futures*
Inwestycje emocjonalne	Monety kolekcjonerskie, sztuka, wino, samochody klasyczne
Infrastruktura	Gospodarcza, socjalna

Źródło: M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2014, s. 17.

Odmienną metodę podziału inwestycji alternatywnych zaproponowała Elżbieta Ostrowska, wyróżniając w nich aktywa związane z bezpośrednim i pośrednim inwestowaniem – przy udziale odpowiednich funduszy. Ich podział przedstawia tabela 2.

W tabeli 2 można dostrzec nawiązanie do podziału inwestycji na rzeczowe i finansowe. W ramach bezpośredniego inwestowania dokonuje się zakupów materialnych przedmiotów, które stają się własnością inwestora. Inwestycje pośrednie to inwestycje kapitałowe bazujące na aktywach rzeczowych, które są zbliżone do tradycyjnych form inwestowania.

Podobną propozycję podziału inwestycji alternatywnych podaje Adam Jagielnicki. Autor również wyróżnił inwestycje bezpośrednie oraz pośrednie. Do pierwszej grupy zaliczył nabywanie surowców (metale szlachetne, metale przemysłowe, surowce rolne, surowce energetyczne), dzieła sztuki (malarstwo, fotografia, grafika, rysunek, rzeźba, antyki), nieruchomości (mieszkania, domy, grunty, nieruchomości komercyjne), przedmioty kolekcjonerskie (monety, znaczki, samochody klasyczne, wino, kamienie szlachetne, inne kolekcje). W skład drugiej grupy wchodzą fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, nieruchomości, fundusze funduszy, produkty strukturyzowane. Badacz wspomina również o inwestycjach emocjonalnych, stawiając znak równości z inwestycjami fizycznymi. Jednak nie

każda inwestycja bezpośrednia dokonana osobiście przez inwestora (np. w surowce) powinna być do tej kategorii zaliczana. W dalszej części dysertacji poświęconej inwestycjom emocjonalnym zostaną wskazane te ich cechy szczególne, które nie zawsze występują w inwestycjach nazwanych powyżej fizycznymi.

Tabela 2. Inwestycje alternatywne – podział według E. Ostrowskiej

Aktywa portfela alternatywnego związane z bezpośrednim inwestowaniem	
Nieruchomości	Mieszkalne, gospodarczo-biurowe, przemysłowe, handlowe, turystyczne
Dobra luksusowe jako symbole majętności i pasji kolekcjonerskiej	Złoto, diamenty i inne kamienie szlachetne, monety i medale, wina i inne markowe trunki, dzieła sztuki
Dobra luksusowe jako symbole bogactwa i ekstrawagancji	Zakup jachtów, samolotów, zabytkowych pojazdów, koni wyścigowych, klubów golfowych, drużyn piłkarskich, działek na Księżycu i na Marsie, akcje i obligacje gwiazd muzyki pop i sportu, pamiątki po znanych osobistościach
Surowce i towary	Surowce energetyczne odnawialne i nieodnawialne, metale szlachetne i przemysłowe, towary rolne pochodzenia zwierzęcego i roślinnego
Aktywa portfela alternatywnego związane z pośrednim inwestowaniem	
Fundusze inwestycyjne nieruchomości	Nabywanie praw własności nieruchomości, inwestowanie w papiery wartościowe będące zabezpieczeniem praw na nieruchomościach, nabywanie papierów wartościowych emitowanych przez podmioty związane z nieruchomościami
Fundusze inwestycyjne związane z lokowaniem środków pieniężnych w aktywa rzeczowe będące przedmiotem pasji kolekcjonerskich oraz szczególnych zainteresowań	Fundusze inwestycyjne dzieł sztuki (*art funds*), fundusze wina (*wine funds*), fundusze diamentowe (*diamond funds*)
Alternatywne fundusze surowcowe i towarowe (*commodity funds*)	Lokowanie aktywów bezpośrednio w instrumenty pochodne na konkretny surowiec lub towar, bądź ich grupę, inwestowanie w akcje spółek z sektora wydobywczego lub rolnego, których wartość jest mocno skorelowana z koniunkturą w konkretnym segmencie rynku

Źródło: E. Ostrowska, *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny. Metody ocen*, C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 32–35.

Monika Czerwonka i Joanna Dobek, oceniając inwestycje alternatywne na rynku polskim, również podzieliły je na kategorie, tworząc ich określony zbiór. Znalazły się w nim fundusze mające określone strategie inwestycyjne, aktywa rzeczowe (nieruchomości, obrazy, monety kolekcjonerskie, infrastruktura) oraz instrumenty rynków finansowych (instrumenty pochodne, kredytowe i produkty strukturyzowane)[37]. Powyższe wyliczenie należy traktować

[37] M. Czerwonka, J. Dobek, op. cit., s. 65.

jednak wyłącznie jako zobrazowanie pewnych przykładów inwestycji alternatywnych bez szerszego kontekstu ich wyróżnienia oraz klasyfikacji.

Rozbudowaną strukturę podziału inwestycji na instrumenty klasyczne oraz alternatywne przedstawiła Katarzyna Gabryelczyk. Autorka zastosowała też unikatowe nazewnictwo – inwestycje alternatywne zostały zamiennie określone **inwestycjami nowoczesnymi** jako przeciwwaga dla **inwestycji tradycyjnych**[38]. Szczegółowy podział instrumentów przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Inwestycje tradycyjne oraz nowoczesne – podział według K. Gabryelczyk, Macieja Kurka, Marty Nowak oraz Anny Pacanowskiej

<table>
<tr><th>Inwestycje tradycyjne</th><th>Inwestycje nowoczesne</th></tr>
<tr><td>Akcje</td><td>Fundusze hedgingowe</td></tr>
<tr><td>Obligacje</td><td>Fundusze private equity/venture capital</td></tr>
<tr><td>Listy zastawne</td><td>Nieruchomości (real estate)</td></tr>
<tr><td>Papiery komercyjne</td><td>Towary i surowce</td></tr>
<tr><td>Bony lokacyjne</td><td rowspan="6">Pasje – sztuka, biżuteria, dobra luksusowe (jachty, samochody, samoloty itd.), inne dobra (monety, wino, antyki itd.), sport (drużyny sportowe, wyścigi konne, żeglowanie itd.), różne (członkostwo w klubach golfowych, odzież od znanych projektantów itd.)</td></tr>
<tr><td>Tradycyjne fundusze inwestycyjne</td></tr>
<tr><td>Produkty ubezpieczeniowe</td></tr>
<tr><td>Produkty strukturyzowane – oparte na lokatach, na funduszach inwestycyjnych, na obligacjach</td></tr>
<tr><td>Waluty</td></tr>
<tr><td>Instrumenty pochodne</td></tr>
</table>

Źródło: K. Gabryelczyk, M. Kurek, M. Nowak, A. Pacanowska, *Wealth management*, w: *Private asset & Wealth management*, red. K. Gabryelczyk, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 25.

Powyższe zestawienia nie wyczerpują zakresu inwestycji alternatywnych, jednakże ukazują poważny problem w ich jednolitym ujęciu oraz określeniu wyróżniających cech, zwłaszcza w kontekście rozdziału od inwestycji klasycznych. Definiowanie rzeczywistości procesów inwestycyjnych nie nadąża za tempem ich zmian. Biorąc pod uwagę zdanie samych inwestorów, uzyskuje się zupełnie inny obraz tego, co można uznać za rynki alternatywne. Przykładowo, najbardziej klasyczny rynek, czyli rynek akcji, należałoby uznać w Polsce za wymierający, ponieważ inwestorzy indywidualni generują na nim jedynie 12% obrotów (spadek z 37,7 do 24,5 mld złotych w 2018 roku)[39]. Tymczasem inwestycje na rynku Forex, wbrew ich standardowym ujęciem w literaturze przedmiotu w grupie inwestycji alternatywnych, oceniane

[38] *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, red. K. Gabryelczyk, C. H. Beck, Warszawa 2009, s. 9.

[39] A. Hajdamowicz, *Inwestorzy indywidulani uciekają z GPW*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Inwestorzy-indywidualni-uciekaja-z-GPW-7645390.html [dostęp 22.10.2019].

są przez uczestników rynku jako klasyczne nawet w większym zakresie niż inwestycje w obligacje lub akcje[40].

Dane te nie są przypadkowe. Potwierdzają je liczby dotyczące aktywnych kont, z których inwestorzy korzystają na poszczególnych rynkach. Zdaniem Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych na GPW regularnie handluje około 70–80 tys. osób[41]. Jednocześnie rynek Forex rozrósł się w Polsce do około 60 tys. uczestników[42].

W badaniu magazynu „Bankier" inwestorzy zaliczyli dzieła sztuki, inwestycje w wino, złoto, whisky, diamenty oraz nieruchomości do inwestycji alternatywnych[43]. Najważniejszy łączący je czynnik to ich **fizyczny aspekt – materialna postać przedmiotu inwestycji**. Fundusze *hedge*, fundusze strukturyzowane, kontrakty itp. są traktowane jako oczywisty element rynków finansowych. Rozwój technologii, informatyzacja rynków oraz szybkość przepływu informacji doprowadziły do upowszechnienia się form inwestycji, będących do tej pory domeną specjalistów. Zauważają to w swej publikacji Agata Adamska oraz Andrzej Fierla, wskazując, że nawet jeżeli **handluje się instrumentami alternatywnymi, to nadal odbywa się to na rynkach klasycznych**[44].

Kolejnym problemem, z jakim boryka się badacz analizujący podział na inwestycje klasyczne i alternatywne, jest założenie, które legło u podstaw zdefiniowania tych drugich. W powszechnym mniemaniu zostały one spopularyzowane w odpowiedzi na kryzysy, jakie regularnie wstrząsały rynkami akcyjnymi. Tymczasem wiele z nich, np. inwestycje w nieruchomości, złoto, diamenty lub inne aktywa tego typu, było z pewnością wcześniejszymi sposobami lokowania kapitału, niekoniecznie na czas zwiększonego ryzyka na rynkach. Nie tylko inwestycje rzeczowe, ale także niektóre finansowe, mają zbliżoną historię do rynków akcyjnych, a mimo to są zaliczane do inwestycji alternatywnych. Giełda Chicago Board of Trade, na której zawiera się kontrakty *futures*, powstała już w 1848 roku; giełda Chicago

---

[40] J. Ryba, *Inwestycje alternatywne. Badanie inwestorów 2012 r.*, https://www.bankier.pl/static/att/90000/2542590_RAPORT.pdf [dostęp 22.10.2019].

[41] D. Słomski, *Ubywa graczy na warszawskiej giełdzie. Brakuje świeżej krwi*, https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/rachunki-maklerskie-gielda-inwestorzy,174,0,2402478.html [dostęp 22.10.2019].

[42] Ł. Pałka, *Rynek forex w Polsce. Brokerzy ujawniają zyski i straty klientów*, https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/forex-brokerzy-knf-straty-klientow,231,0,2164967.html [dostęp 22.10.2019].

[43] J. Ryba, op. cit.

[44] *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2011, s. 263–266.

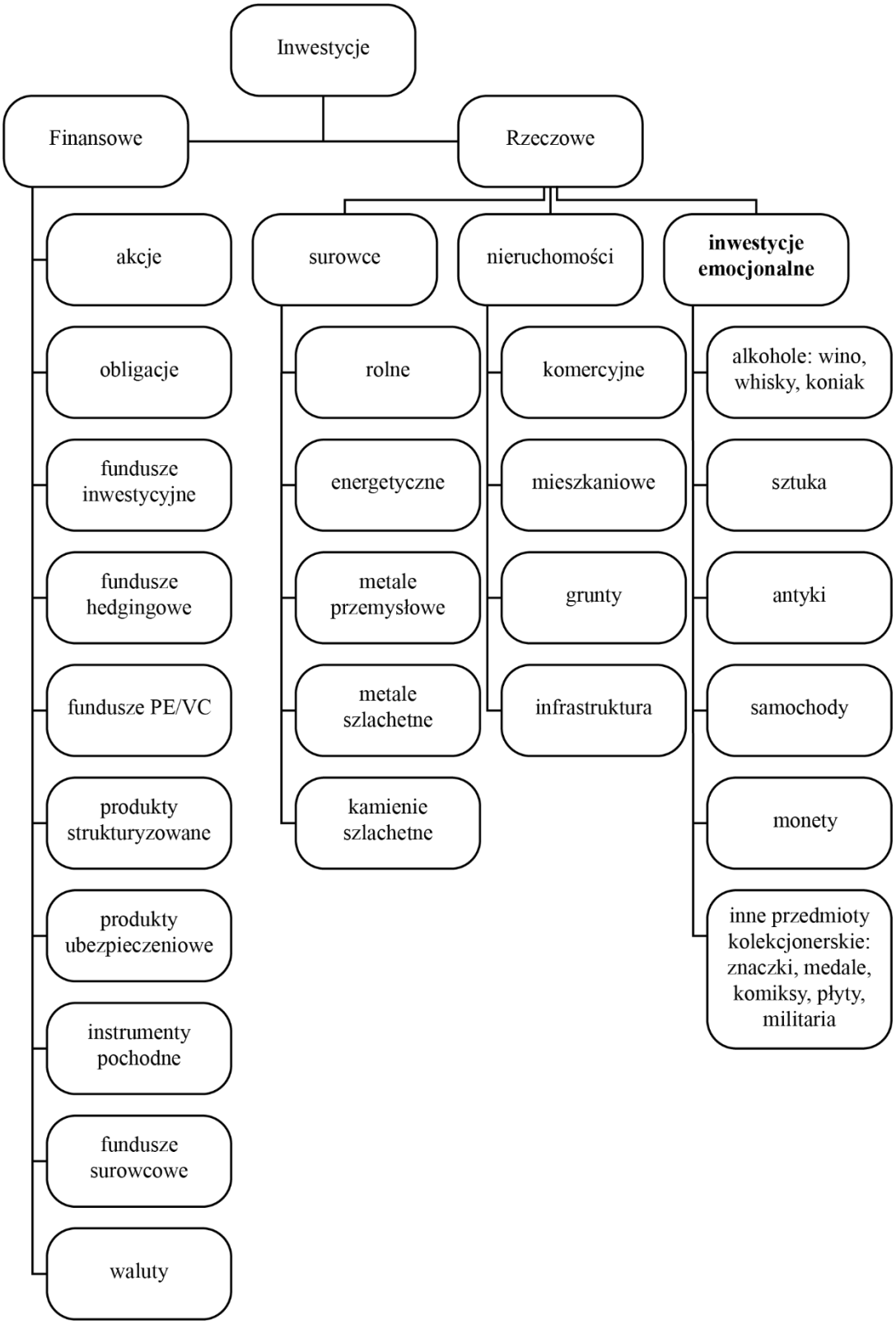
Produce Exchange w 1874 roku. Na początku dwudziestego wieku zawiązano stowarzyszenie Put and Call Brokers and Dealers Association, mające na celu kojarzenie kupujących i sprzedających w ramach kontraktów opcyjnych[45]. W ostatnich latach na ten skomplikowany podział nakłada się coraz większa popularność inwestycji alternatywnych, nazywanych ze względu na ich specyfikę inwestycjami emocjonalnymi. Biorąc pod uwagę powyższe, **autor proponuje klasyfikację nawiązującą do oceny samych inwestorów, będących uczestnikami zarówno dotychczas zdefiniowanych rynków klasycznych, jak i alternatywnych. Bazuje on na zróżnicowaniu inwestycji finansowych i rzeczowych z ujęciem inwestycji emocjonalnych**. Nowe spojrzenie nie neguje dotychczasowego dorobku klasycznej literatury przedmiotu. Odzwierciedla współczesne trendy rynkowe i ich nieustaną ewolucję.

Poniższe zestawienie (schemat 2) odchodzi od klasycznych podziałów na inwestycje tradycyjne i alternatywne. Największy wpływ na takie ujęcie ma faktyczna sytuacja na rynku, która w tym aspekcie winna być decydująca. Szybkość przemian rynkowych wymaga ciągłego redefiniowania występujących na nim elementów. Przedstawiona klasyfikacja nie jest jednak pełnym zbiorem inwestycji finansowych i rzeczowych. Zgodnie z praktyką innych autorów, ukazuje tylko pewne ich grupy, będące najczęściej przedmiotem obrotu. Linia podziału również nie jest sztywna. Na bazie inwestycji emocjonalnych powstają odpowiednie fundusze w nie inwestujące, ponieważ zakupy surowców bardzo rzadko są dokonywane bezpośrednio przez inwestorów indywidualnych. W samo złoto można inwestować na kilkanaście rozmaitych sposobów, łączących często aspekty rzeczowe z finansowymi[46].

---

[45] J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 3–5.
[46] K. Borowski, *Rynek inwestycji alternatywnych...*, op. cit., s. 10–22.

Schemat 2. Autorska klasyfikacja inwestycji



Źródło: opracowanie własne.

Powyższa **klasyfikacja porządkuje jednak inwestycje, mając na uwadze punkt widzenia inwestorów, ich podejście do poszczególnych rodzajów inwestycji, a także uwypukla rosnącą, lecz często pomijaną, rolę inwestycji emocjonalnych**. Dotychczasowe definicje i klasyfikacje niezwykle wąsko ujmowały kwestie inwestycji tradycyjnych, przyjmując za nie jedynie zaangażowanie na rynkach akcji, obligacji czy w akcyjnych funduszach inwestycyjnych. Przemiany gospodarcze oraz technologiczne ułatwiły dostęp inwestorom indywidualnym do znacznie szerszego spektrum instrumentów finansowych. Przykładowo, aktywność na rynkach walutowych i rynkach instrumentów pochodnych stała się niezwykle popularna dzięki rozwojowi aplikacji internetowych. Wzrost zamożności społeczeństwa umożliwił szerokie zaangażowanie licznych inwestorów na rynkach nieruchomości oraz zakupy metali szlachetnych. W nowszych publikacjach w ramach szeroko rozumianych inwestycji alternatywnych wyróżniono **inwestycje emocjonalne, zwane także inwestycjami w pasje lub inwestycjami w dobra luksusowe.** Ich szczególna pozycja wynika wprost ze znacznego wzrostu aktywności inwestorów na tych rynkach oraz redefiniowania przez nich oceny czym jest alternatywność inwestycji. Próby stawiania znaku równości pomiędzy inwestycjami rzeczowymi a inwestycjami emocjonalnymi są jednak błędne. Zakup złota w postaci uniwersalnej sztabki nie jest tożsamy z zakupem unikatowej, wielowiekowej, złotej monety. Inwestycje emocjonalne stanowią jedynie wyjątkową podgrupę inwestycji rzeczowych i tak powinny być klasyfikowane. Zaproponowana klasyfikacja inwestycji uwzględnia te zależności, ale jednocześnie eliminuje nieadekwatne do sytuacji rynkowej definiowanie inwestycji alternatywnych.

1.3. Przykłady rynków alternatywnych

W poprzednim rozdziale zaproponowano autorski podział inwestycji na finansowe i rzeczowe, redefiniując dotychczasową pozycję inwestycji alternatywnych wśród szeroko pojętych inwestycji. Punktem wyjścia do charakterystyki i genezy takich inwestycji będzie jednak bardziej tradycyjny pogląd na inwestycje alternatywne. Zgodnie z nim inwestycje alternatywne są to inwestycje opierające się na innych rynkach niż **rynek akcji, obligacji oraz akcyjnych funduszy inwestycyjnych**. Wyjście od klasycznego spojrzenia na inwestycje alternatywne pozwoli na charakterystykę przykładowych rynków, które w swych początkach uznawane były

za rynki alternatywne, nawet jeżeli dziś mają pewne miejsce w portfelach inwestorów i postrzegane są jako standardowe formy inwestycji.

Na bazie powyższej definicji do rynków alternatywnych nie można zaliczać rynku akcyjnego. Zgodnie z najbardziej zwięzłą definicją akcje to papiery wartościowe stwierdzające udział w spółce akcyjnej. W odróżnieniu od obligacji reprezentują majątkowe prawa własnościowe. Obligacje, także będące poza obszarem badawczym pracy, to papiery wartościowe o charakterze wierzytelnościowym, w których stwierdza się istnienie długu emitenta wobec wierzycieli obligacji[47].

Ostatni z klasycznych rynków to rynek akcyjnych funduszy inwestycyjnych, będących instytucjami pośrednictwa finansowego. Mają one na celu zbiorowe lokowanie środków pieniężnych należących do inwestorów w papiery wartościowe. Kapitał kierowany jest na zblokowane lokaty funduszu w papiery wartościowe, z których korzyści i straty rozkładają się równomiernie na wszystkich inwestorów funduszu według wysokości wniesionego udziału pieniężnego[48].

Poza przedstawionymi w skrócie instrumentami rynków klasycznych rozwijał się również znacznie bogatszy rynek inwestycji alternatywnych. Genezy ich popularności można upatrywać w poszukiwaniu odpowiedzi na czasy kryzysu i recesję gospodarczą[49]. Inwestorzy szukają wtedy nowych pomysłów na bezpieczne lokowanie kapitału, starając się uniezależnić od bieżącej koniunktury rynkowej. Cieszące się największą popularnością przykłady rynków charakteryzowanych w tradycyjnej literaturze jako alternatywne obejmują:

- nieruchomości,
- surowce,
- instrumenty pochodne,
- produkty strukturyzowane,
- fundusze hedgingowe,
- fundusze *private equity* i *venture capital*.

W dalszej części pracy zostaną one pokrótce scharakteryzowane.

---

[47] *Rynek pieniężny i kapitałowy*, red. I. Pyka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2000, s. 104.
[48] Ibidem, s. 120.
[49] W. Lasota, *Inwestycje w aktywa niefinansowe*, w: *Dylematy inwestowania. Rodzaje, efektywność, przykłady*, red. D. Podedworna-Tarnowska, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011, s. 251.

1.3.1. Rynek nieruchomości

Nieruchomości są jednym z najstarszych aktywów będących w obrocie. Przez wieki stanowiły o bogactwie ich posiadaczy. Przed rewolucją przemysłową i gwałtownym rozwojem przedsiębiorczości były najważniejszym rodzajem inwestycji. Także dzisiaj są istotnym elementem portfela inwestorów indywidualnych. Zgodnie z badaniami magazynu „Bankier", przeprowadzonymi wśród krajowych inwestorów, stanowią blisko **30% aktywów i wiążą się z nimi jedne z najwyższych oczekiwań co do stopy zwrotu**[50].

Rynek nieruchomości, pomimo tak długoletniej tradycji, uznawany jest za przykład inwestycji alternatywnych ze względu na swoją najważniejszą cechę, którą jest inwestowanie w obiekty fizyczne. W literaturze można spotkać liczne podziały rynku nieruchomości, zależnie od podmiotu dokonującego inwestycji. Fundusze nieruchomości, mające największe możliwości inwestycyjne, mają w swojej ofercie inwestycje w hotele, biura, centra handlowe, apartamenty, pasaże handlowe, grunty oraz strefy przemysłowe[51]. Inwestorzy indywidualni skupiają swoją uwagę na gruntach oraz mieszkaniach. Pomimo niskiej płynności tego rynku, ma on – w ocenie jego uczestników – wiele zalet. Generuje przepływy pieniężne z najmu, daje możliwość zastosowania dźwigni finansowej, stwarza perspektywę zwiększenia wartości nieruchomości poprzez jej przekształcenie lub dodatkową inwestycję, jest przewidywalny, a w długim okresie wartość nieruchomości wzrasta[52].

1.3.2. Surowce

Rynek surowców także uznawany jest za jeden z najbardziej rozbudowanych rynków inwestycyjnych. Pierwotnie opierał się głównie na handlu towarami rolnymi. Wraz z rozwojem gospodarczym rosła rola zwłaszcza surowców energetycznych oraz metali przemysłowych. Swoistym rodzajem surowców są metale szlachetne, które pełniły wyjątkową rolę w wymianie towarowej.

Wśród surowców energetycznych wyróżnić można surowce odnawialne i nieodnawialne. Do pierwszej grupy zalicza się energię wiatru, wnętrza ziemi, słoneczną, organizmów żywych, pływów i prądów morskich oraz energię wód płynących. Natomiast do

---

[50] J. Ryba, op. cit., s. 7–10.
[51] A. Szelągowska, *Fundusze rynku nieruchomości w Polsce*, w: *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 113.
[52] W. Lasota, op. cit., s. 260.

surowców energetycznych nieodnawialnych należą: węgiel kamienny, węgiel brunatny, ropa naftowa, gaz ziemny oraz pierwiastki promieniotwórcze[53].

Precyzyjnego podziału metali dokonał Krzysztof Borowski, zaliczając do **metali szlachetnych**: złoto, srebro, platynę, pallad, rod, rut, iryd i osm; z kolei do metali przemysłowych: aluminium, chrom, cynę, cynk, miedź, nikiel, ołów, rtęć, selen i tytan. Osobną podgrupę tworzą żelazo i stal[54]. O tym, jak rozbudowane są to rynki, może świadczyć przedstawiona przez tego autora lista szesnastu najbardziej popularnych sposobów inwestowania w następujące ich elementy:

- metale (*spot*),
- sztabki bulionowe,
- sztabki kolekcjonerskie,
- monety bulionowe przenoszące wartość kruszcu,
- metale za pomocą certyfikatów opiewających na określoną ilość metalu,
- kontrakty terminowe,
- opcje,
- jednostki (certyfikaty) funduszy inwestycyjnych,
- kontrakty określane jako *Contract For Difference* (CFD),
- produkty strukturyzowane powiązane z rynkiem metali,
- akcje kopalń wydobywających dany metal lub metale,
- metale kolekcjonerskie,
- lokaty z wbudowaną opcją *call*, tzw. *metal dual currency deposit*,
- transakcje typu *swap* w metalu,
- konta depozytowe,
- portfele emerytalne[55].

Przykład rynków metali szlachetnych wyraźnie pokazuje bogactwo metod inwestowania i ich skomplikowany charakter. Podobnie jak w przypadku nieruchomości, spodziewany jest

---

[53] T. Miziołek, *Fundusze surowcowe i towarowe*, w: *Private asset & Wealth...*, op. cit., s. 187–188.
[54] K. Borowski, *Rynek inwestycji alternatywnych...*, op. cit., s. 10.
[55] Ibidem, s. 10–22.

długookresowy wzrost kursu metali ze względu na ich malejące zasoby i rosnące koszty wydobycia[56].

Kolejnym rynkiem mieszczącym się w szeroko rozumianej grupie surowców naturalnych jest **rynek kamieni szlachetnych**. Najważniejszym jego elementem jest obrót diamentami. W ramach profesjonalizacji tego rynku przyjęto metodę certyfikacji, opierającą się na czterech podstawowych parametrach: masa (*carat*), czystość (*clarity*), barwa (*colour*) i szlif (*cut*)[57]. Poza tymi czterema standardowymi cechami ważną rolę odgrywa także kształt kamienia (kuliste są co najmniej o 20% droższe niż kamienie o innych kształtach)[58]. Jedną z największych zalet inwestowania na rynku diamentów jest koncentracja wartości – jeden kamień może odpowiadać cenie kilkudziesięciu kilogramów złota, co w przypadku wystąpienia poważnych konfliktów lub kryzysów pozwala na szybką relokację swojego majątku[59].

1.3.3. Instrumenty pochodne

Instrumenty pochodne są instrumentami finansowymi, których wartość zależy od innego instrumentu zwanego bazowym lub podstawowym. Najważniejsze ich kategorie to transakcje ***futures***, ***forward*** oraz **opcje**. Zbiór tych instrumentów jest nieograniczony, a do najbardziej popularnych instrumentów bazowych, na których są oparte kontrakty, zalicza się: ceny akcji spółek, obligacji skarbowych, wartości indeksów giełdowych, kursy walut, stopy procentowe, ceny produktów rolnych, metali, surowców oraz energii[60].

Kontrakt *futures* jest umową kupna lub sprzedaży konkretnych aktywów w wyznaczonym czasie w przyszłości i po określonej cenie[61]. Zbliżone transakcje zawierano już w średniowieczu na rynkach żywności, a profesjonalizacja nastąpiła po powstaniu giełd specjalizujących się w kontraktach *futures* – Chicago Board of Trade, Chicago Produce Exchange, Chicago Butter and Egg Board. Od 1982 roku na giełdach wprowadzono obrót

---

[56] U.M. Gierałtowska, *Bezpośrednie i pośrednie inwestycje w metale szlachetne*, „Annales Universtatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (50), 2016, s. 136.
[57] E. Ostrowska, op. cit., s. 255.
[58] M. Potrykus, *Diamenty jako przykład inwestycji alternatywnej*, „Nauki o Finansach. Financial Sciences", nr 2 (23), 2015, s. 123.
[59] D. Jaworski, *Diamenty jako przedmiot inwestycji*, w: *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne...*, op. cit., s. 143.
[60] K. Jajuga, *Giełdowe instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2006, s. 7.
[61] J. Hull, op. cit., s. 1.

kontraktami na indeks S&P 500[62]. W kontrakcie terminowym występują dwie strony: kupujący kontrakt, który zajmuje pozycję długą (*long position*) oraz sprzedający kontrakt, który zajmuje pozycję krótką (*short position*)[63]. Kontrakty *forward* odróżniają się od *futures* brakiem standaryzacji oraz ich zawieraniem na rynkach nieregulowanych.

Rynek opcji powstał historycznie później od rynku kontraktów, a jego profesjonalizacja nastąpiła dopiero w 1973 roku po utworzeniu Chicago Board Options Exchange. Po wzroście popularności tego typu instrumentów handel nimi rozpoczęły American Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange oraz Pacific Stock Exchange[64]. Wyróżnić można dwa podstawowe rodzaje opcji: opcja kupna – jako prawo zakupu określonej liczby instrumentów bazowych po ustalonej cenie, w sprecyzowanym terminie i opcja sprzedaży – jako prawo sprzedaży określonej liczby instrumentów bazowych po ustalonej cenie, w wyznaczonym terminie[65]. Klasyczna opcja definiowana jest przez siedem parametrów: cenę wykonania, bazową, rozliczeniową, premię, zapadalność, rodzaj i wielkość kontraktu oraz pozycję uczestnika na rynku[66]. Dowodem na skalę obrotu kontraktami opcyjnymi może być fakt, iż już w latach 80. dwudziestego wieku liczba akcji, na które wystawiono kontrakty, jednego dnia przekroczyła dzienny wolumen obrotu na New York Stock Exchange[67].

1.3.4. Produkty strukturyzowane

Do najważniejszych cech produktów strukturyzowanych można zaliczyć: gwarancję ochrony kapitału na określonym z góry poziomie, ustalony czas trwania inwestycji, stopę zwrotu według zdefiniowanej formuły oraz wbudowany instrument pochodny[68]. Produkty strukturyzowane można wyrazić w kategorii gwarancji i ryzyka. Gwarancja może nie być pełna, lecz obwarowana ziszczeniem się określonej wielkości rynku finansowego między dolnym a górnym progiem hedgingowym. Uwzględniając powyższe, w części tej występuje ryzyko[69]. Poziom

---

[62] Ibidem, s. 3.
[63] K. Jajuga, op. cit., s. 15.
[64] J. Hull, op. cit., s. 4.
[65] K. Jajuga, op. cit., s. 31.
[66] A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003, s. 160–261.
[67] J. Hull, op. cit., s. 6.
[68] A. Zaremba, *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009, s. 13.
[69] M. Hadaś-Dyduch, *Inwestycje alternatywne w kontekście efektywności inwestycji kapitałowej na przykładzie produktów strukturyzowanych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 14.

ochrony kapitału nie jest jednolity w przypadku wszystkich produktów. Może on występować na poziomie 100%, częściowym lub nawet gwarantować określoną stopę zwrotu[70]. Produkty strukturyzowane przyjmują różną formę prawną zależnie od ich konstrukcji. Mogą występować w formie obligacji strukturyzowanej, lokaty strukturyzowanej, polisy strukturyzowanej, certyfikatu strukturyzowanego, funduszu strukturyzowanego oraz certyfikatu inwestycyjnego[71]. Znaczną popularność produkty strukturyzowane zyskały po kryzysach na rynkach akcyjnych i spadkach wartości jednostek klasycznych funduszy inwestycyjnych.

1.3.5. Fundusze hedgingowe

Początki funduszy hedgingowych sięgają pierwszej połowy dwudziestego wieku. Pierwszy z nich został założony przez Alfreda Winslowa Jonesa w 1949 roku, który stosował strategię krótkiej sprzedaży i wykorzystywał dźwignię finansową[72]. Wielość strategii inwestycyjnych i wartość aktywów w zarządzaniu zdecydowała o znacznym ich wpływie na strukturę rynku finansowego[73]. Według szacunków BarclayHedge, amerykańskiej bazy danych monitorującej rynek funduszy *hedge*, na koniec 2011 roku fundusze *hedge* zarządzały aktywami o wartości 1710 mld dolarów, z czego 532,4 mld dolarów zainwestowano w fundusze funduszy *hedge*[74]. Fundusze hedgingowe pozwalają nie tylko na dywersyfikację portfela inwestorów, ale także dzięki częstej zmianie pozycji na rynku podnoszą jego płynność i zwiększają możliwości inwestowania dla wszystkich jego uczestników. Fundusze *hedge* nie wycofują się nagle z rynku, gdy ten zaczyna spadać, lecz na przykład odwracają pozycję i nadal są w stanie generować zyski[75]. Do najpopularniejszych strategii funduszy *hegde* można zaliczyć: arbitrażowe instrumentów o zmiennym dochodzie, krótkich pozycji, na rynkach wschodzących, neutralne wobec rynku, strategie w sytuacjach nadzwyczajnych, arbitrażowe instrumentów o stałym dochodzie, nieograniczone, na krótkich i długich pozycjach w kapitale, na kontraktach

---

[70] M. Wieliczko, *Produkty strukturyzowane jako narzędzie dywersyfikacji portfela klienta*, w: *Dylematy inwestowania. Rodzaje…*, op. cit., s. 182.
[71] M. Hadaś-Dyduch, op. cit., s. 32.
[72] I. Pruchnicka-Grabias, *Fundusze hedgingowe a inwestycje alternatywne*, w: *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 13.
[73] W. Aspadarec, *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*, „Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN", nr 1(6), 2013, s. 11, za: L. Dziawgo, *Private banking. Bankowość dla zamożnych klientów*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.
[74] W. Aspadarec, *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji...*, op. cit., s. 11.
[75] I. Pruchnicka-Grabias, op. cit., s. 18.

terminowych typu *futures* oraz strategie zróżnicowane. Rozbudowane możliwości inwestycyjne pozwoliły funduszom *hedge* osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu, znacznie przekraczające wzrosty indeksów. Przykładowo, wynik inwestycji rozpoczętej w 1997 roku, osiągnięty na portfelu funduszy *hedge*, mierzony indeksem Barclay Hedge Fund Index wyniósł 301,8% na koniec pierwszego półrocza 2012 roku, przy stopie zwrotu z indeksu S&P 500 na poziomie 75,4%[76].

1.3.6. Fundusze private equity oraz venture capital

Pierwsze fundusze *private equity*/*venture capital* (PE/VC) pojawiały się już w pierwszej połowie dwudziestego wieku. Ich pierwowzór stanowiły inwestycje polegające na wspieraniu młodych przedsiębiorców w czasach rewolucji przemysłowej, zwłaszcza na terenie Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych. Charakteryzowała je ponadprzeciętna możliwość osiągania zysków połączona z podejmowaniem wysokiego ryzyka[77]. Współcześnie fundusze tego typu pełnią rolę **pośredników pomiędzy inwestorami a przedsiębiorcami poszukującymi kapitału**. Inwestują w przedsiębiorstwa nienotowane na rynku publicznym, charakteryzujące się dużym potencjałem rozwojowym[78]. Fundusze nie poprzestają jednak tylko na wsparciu finansowym dla przedsiębiorcy. Wspomagają go również w zarządzaniu firmą, przygotowaniu strategii rozwoju, wyszukiwaniu kontaktów biznesowych czy ekspansji na nowe rynki. Współpraca z PE/VC zwykle wiąże się z przekazaniem na ich rzecz części udziałów w firmach. Fundusze docelowo dążą do ich sprzedaży w najkorzystniejszym momencie. Zależnie od stadium rozwoju przedsiębiorstwa, inwestorzy specjalizują się w finansowaniu:

- fazy zasiewu (*seed*) – finansowanie przeznaczone jest na badania rozwojowe (głównie na rozwój pomysłu na produkt) i badanie konceptu biznesowego, zanim jeszcze przedsiębiorstwo zacznie funkcjonować,
- fazy rozruchu (*start-up*) – finansowanie przeznaczone jest na rozpoczęcie działalności, rozwój produktu i działania marketingowe,

---

[76] W. Aspadarec, *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji…*, op. cit., s. 12.
[77] Ł. Jóźwicki, *Rynek funduszy PE/VC w Polsce*, w: *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego. Wybrane zagadnienia*, red. U. Ziarko-Siwek, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 97–98.
[78] I. Piekunko-Mantiuk, *Inwestycje na rynku private equity/venture capital jako forma lokaty kapitału*, w: *Inwestycje alternatywne*, op. cit., s. 57.

- fazy ekspansji (*expansion*) – finansowanie przeznaczone jest na rozwój już funkcjonującego przedsiębiorstwa; w tej fazie przedsiębiorstwo posiada dobry i zaakceptowany przez rynek produkt, ale brak mu środków na umocnienie swojej pozycji i dalszą ekspansję,
- operacji wykupu (*buy-out*) – finansowanie przeznaczone jest na wykup udziałów od obecnych właścicieli; kategoria ta obejmuje wykupy menadżerskie, wewnętrzne i zewnętrzne, kapitał zastępczy, a także wykupy akcji przedsiębiorstw już notowanych na giełdzie[79].

Wagę firm typu *start-up* docenił również sektor państwowy. Widząc w nowoczesnych technologiach motor napędowy postępu i innowacyjności, rządy poszczególnych krajów tworzą państwowe fundusze typu *private equity* i *venture capital*. Unia Europejska skierowała na ten cel szczególne środki redystrybuowane przez państwowych i prywatnych operatorów. Pomimo negatywnych doświadczeń z bańką inwestycyjną *dot-com*, rynek *start-up* oparty na technologiach informatycznych rozwija się w bardzo szybkim tempie. W ostatnich latach ukierunkował swe zainteresowanie na media społecznościowe i kryptowaluty.

1.4. Organizacja rynków alternatywnych w Polsce

Na terenie Polski, w czasach bujnego rozwoju rynków alternatywnych w krajach rozwiniętych, następowała masowa nacjonalizacja przedsiębiorstw prywatnych, częściowo również obejmująca rynek producentów rolnych. Uniemożliwiło to odtworzenie wyniszczonej wojną grupy społecznej, mogącej dokonywać inwestycji kapitałowych. W powojennym świecie, głównie na terenie Stanów Zjednoczonych, powstawały pierwsze fundusze hedgingowe. Inwestowano w nowe przedsiębiorstwa na zasadach PE/VC. Kwitł rynek nieruchomości. Najbogatsi właściciele przedsiębiorstw budowali kolekcje sztuki, win czy zabytkowych samochodów.

W Polsce nowoczesny rynek inwestycyjny pojawił się po kilkudziesięcioletniej przerwie dopiero z momentem przemian demokratycznych oraz odejściem od gospodarki centralnie planowanej na rzecz gospodarki rynkowej. Prywatyzacja państwowych przedsiębiorstw i oddolna budowa gospodarki rynkowej doprowadziły do powstania nowej klasy społecznej –

[79] Ibidem, s. 73–74.

osób zamożnych. Wraz z bogaceniem się poszukiwano nowych możliwości ochrony lub zwiększania kapitałów. W 1991 roku powstała w Warszawie Giełda Papierów Wartościowych. Zaczęto emitować skarbowe papiery wartościowe. Zagraniczne instytucje finansowe otwierały w Polsce swoje przedstawicielstwa lub przejmowały krajowe przedsiębiorstwa, a wraz z nimi przybywały nowoczesne instrumenty finansowe, traktowane jako inwestycje alternatywne. Niezależnie od rynków finansowych uaktywnił się rynek sztuki, numizmatyki, kamieni i metali szlachetnych. Krajowe regulacje prawne powodowały często konieczność pewnych odstępstw od standardów światowych i tworzyły lokalną specyfikę rynku.

W niniejszym podrozdziale scharakteryzowana zostanie organizacja funkcjonujących w Polsce rynków klasyfikowanych tradycyjnie jako alternatywne. Nie będzie to jednak wyczerpująca analiza, a jedynie wprowadzenie w ich specyfikę ze względu na szczególny temat główny rozprawy. Rynkami poddanymi charakterystyce będą rynki funduszy hedgingowych, metali szlachetnych na przykładzie złota, nieruchomości oraz instrumentów pochodnych.

Fundusze hedgingowe w Polsce różnią się od swoich odpowiedników na rynkach zagranicznych ze względu na specyficzne zapisy prawne regulujące ich działalność. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 roku[80] umożliwiła im nabywanie aktywów, takich jak: udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, niewystandaryzowane instrumenty pochodne, wierzytelności, waluty, nieruchomości, statki morskie, prawa wieczystego użytkowania. Zezwolono także na korzystanie z dźwigni finansowej i krótkiej sprzedaży[81]. Fundusze te zobowiązane są jednak do przestrzegania limitów zaangażowania i poziomów lewarowania, określonych przez ustawodawcę[82], dlatego nazywa się je powszechnie funduszami quasi-hedgingowymi lub parahedgingowymi. W ramach tej grupy funduszy ulokowały się w Polsce fundusze absolutnej stopy zwrotu, opierające się na przymusowej ustawowej dywersyfikacji portfela[83]. Ograniczeniem dla działalności funduszy

---

[80] Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z dnia 27 maja 2004 r., Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546.

[81] M. Buszko, *Fundusze hedgingowe jako innowacyjna forma inwestowania na rynkach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu", nr 13, 2009, s. 264–265.

[82] U. M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (43), 2014, s. 30–31, za: *Innowacje finansowe*, red. A. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008.

[83] W. Aspadarec, S. Majewski, *Persystencja stóp zwrotu quasi-funduszy hedge na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (50), 2016, s. 16.

typu *hedge* są także regulacje prawne dotyczące samego obrotu na GPW, zwłaszcza mechanizmu krótkiej sprzedaży akcji[84]. Pierwsze fundusze quasi-hedgingowe utworzyły w Polsce trzy towarzystwa: Opera TFI SA, Investors TFI SA oraz Superfund TFI SA. Za sprawą Opera TFI powstały dwa fundusze: Opera FIZ oraz Opera Za 3 Grosze FIZ. Pierwszy przeznaczony jest dla zamożniejszych klientów: próg wejścia wynosi minimum 40 tys. euro. Fundusz ten inwestuje w akcje, obligacje, surowce, nieruchomości, waluty i inne aktywa w Polsce, Japonii, Brazylii, Stanach Zjednoczonych, Europie Środkowej i Wschodniej. Prowadzi działania z wykorzystaniem krótkiej sprzedaży, arbitrażu, instrumentów pochodnych i stosuje dźwignię finansową. Opera Za 3 Grosze FIZ otwarta jest na mniejszych inwestorów. Łączy strategię inwestycyjną, typową dla funduszy *hedge* lub funduszy zamkniętych, z płynnością właściwą dla funduszy otwartych.

Investors TFI SA utworzył trzy fundusze: Investor FIZ, Inwestor Gold FIZ oraz Investor Bułgaria i Rumunia FIZ. Investor FIZ inwestuje środki w akcje i obligacje, instrumenty pochodne na indeksy, waluty, towary i energię. Drugi z funduszy umożliwia zarabianie na rynkach metali szlachetnych poprzez lokowanie środków pieniężnych w zagraniczne wystandaryzowane instrumenty pochodne, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny złota, srebra, platyny i palladu. Może inwestować również w akcje spółek z branży poszukiwania i eksploatacji złóż. Investor Bułgaria i Rumunia FIZ, zgodnie z nazwą, prowadzić miał inwestycje na krajowych giełdach tych państw. Jego pole działania zostało ostatecznie rozszerzone na Europę Środkową i Wschodnią.

Superfund TFI SA utworzył na polskim rynku fundusze Superfund SFIO oraz Supefund Trend Podstawowy SFIO. Pierwszy jest funduszem parasolowym z wydzielonymi trzema subfunduszami, zarządzanymi według trzech strategii inwestycyjnych: tradycyjnej, dynamicznej i agresywnej. Drugi przekazuje środki do funduszy *hedge* za granicą, które inwestują je w najbardziej płynne kontrakty terminowe na akcje, surowce, towary, waluty notowane na światowych rynkach[85].

---

[84] E. Sokołowska, *Strategia long/short equity w działalności funduszy hedgingowych*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Ekonomia", nr 38 (388), 2008, s. 189.
[85] M. Buszko, op. cit., s. 265–267.

Oferta powyższych towarzystw inwestycyjnych rozwijała się błyskawicznie. Już w 2009 roku zarządzały ponad dwudziestoma rodzajami funduszy quasi-hedgingowych[86].

Polscy inwestorzy, niezależnie od instrumentów inwestycyjnych proponowanych na krajowym rynku, mają dostęp do funduszy *hedge* zarejestrowanych w innych państwach europejskich, których ustawodawstwo nie wprowadza tak skonkretyzowanych ograniczeń ich działalności. Tego typu fundusze szczególnie rozwijają się w Wielkiej Brytanii, Luksemburgu, Szwajcarii oraz Irlandii[87].

U schyłku drugiej dekady dwudziestego pierwszego wieku na wyniki poszczególnych funduszy można już spojrzeć z dłuższej perspektywy. Po kilkudziesięcioprocentowych wzrostach wartości jednostek funduszów z początków ich działalności w latach 2006–2007 nastąpił wyraźny spadek stóp zwrotu. Przykładowo, stopa zwrotu Investors FIZ za ostatnie 10 lat wyniosła −65,99%[88]. Pomimo to rynek funduszy quasi-hedgingowych w Polsce stale się rozwija.

Inwestycje w złoto są jednymi z najpopularniejszych w Polsce inwestycji klasyfikowanych jako alternatywne – 62% inwestorów uważa je za typowe dla tej grupy inwestycji[89]. Złoto jako lokata kapitału jest cenione za wysoką płynność, niezniszczalność, niezależność, ponadnarodowość i ponadczasowość[90]. Kwestię sporną stanowi określenie funkcji złota jako ochrony przed inflacją. M. Czerwonka i J. Dobek podają ją jako będącą jedną z podstawowych powodów zainteresowania inwestorów metalami szlachetnymi[91]. Jednak wyniki badań empirycznych Anny Kasprzak-Czelej nie potwierdziły tej cechy[92]. Inwestorzy zainteresowani rynkiem złota lub innych metali szlachetnych mają do wyboru w Polsce szeroki wachlarz rozwiązań inwestycyjnych. Od zakupu fizycznego złota w postaci sztabek, monet bulionowych, biżuterii, po inwestycje w fundusze oparte na złocie, akcje spółek wydobywczych czy też kontrakty terminowe. Często jako element inwestycji w kruszce przedstawia się

---

[86] M. Mikita, W. Pełka, op. cit., s. 48–51.
[87] W. Aspadarec, *Przyszłość funduszy hedge na świecie i w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia", nr 57, 2013, s. 17.
[88] www.inwestors.pl [dostęp 10.11.2019].
[89] J. Ryba, op. cit., s. 5.
[90] U.M. Gierałtowska, *Dywersyfikacja równoległa oparta na rynku złota w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 33, 2010, s. 92.
[91] M. Czerwonka, J. Dobek, op. cit., s. 75.
[92] A.B. Kasprzak-Czelej, *Inwestycje w złoto jako zabezpieczenie przed inflacją w Polsce*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (49), 2015, s. 213.

inwestycje w numizmatykę, jednak należy zdecydowanie rozróżnić zakup monet bulionowych (są pewnym odpowiednikiem sztabek złota) od monet kolekcjonerskich, w których wartość kruszcu jest często elementem drugorzędnym. Sztabki złota można nabyć za pośrednictwem Mennicy Polskiej lub Narodowego Banku Polskiego. Ze względu na dużą popularność inwestycji zaangażowały się w nie również banki, np. PKO Bank Polski oraz nowo powstałe mennice – Mennica Krakowska, Mennica Skarbowa, Mennica Wrocławska. Ceny sztabek w Mennicy Polskiej są automatycznie aktualizowane według porannego i popołudniowego fixingu na London Bullion Market Association oraz do kursu dolara amerykańskiego[93].

Na polskim rynku obserwuje się zagraniczne fundusze inwestycyjne, aktywne na rynkach metali szlachetnych. Przykładowo, DWS Gold Plus inwestuje w sztabki lokacyjne przechowywane na rachunkach powierniczych, transakcje terminowe i opcyjnie bazujące na metalach szlachetnych, certyfikaty na złoto emitowane przez banki oraz dłużne papiery wartościowe notowane na giełdach papierów wartościowych. Subfundusz DWS Incest Gold and Precious Metal Equities minimum 70% aktywów inwestuje w akcje oraz instrumenty oparte na akcjach spółek z całego świata, które czerpią zyski z wydobycia, produkcji i sprzedaży złota oraz innych metali szlachetnych[94]. Inwestorzy aktywni na GPW mogą także dokonywać bezpośrednich zakupów krajowych spółek wydobywczych, np. KGHM lub jubilerskich – w poprzednich latach spółka KRUK, obecnie Interma Trade. Metale szlachetne, złoto (w tym przypadku tylko wyjątkowo), mają duże zastosowanie w przemyśle, zwłaszcza elektronicznym lub motoryzacyjnym.

W Polsce występują różnice w kwestiach podatkowych związanych z obrotem metalami szlachetnymi. Przykładowo, srebro jest obciążone podatkiem VAT, którego nie nalicza się podczas inwestycji w złoto[95].

Poza wyżej wymienionymi sposobami inwestowania w metale szlachetne ostatnie lata pokazują, że zdecydowanie wzrasta zainteresowanie lokowaniem w nie kapitału za pomocą *Exchange Traded Funds* (ETF), opartych na metalach szlachetnych. Obok zróżnicowanego inwestowania w spółki sektora wydobywczego (instrumenty pochodne, kontrakty terminowe)

---

[93] U. Gierałtowska, *Dywersyfikacja równoległa oparta…*, op. cit., s. 99.
[94] M. Mikita, W. Pełka, op. cit., s. 184.
[95] U. M. Gierałtowska, *Bezpośrednie i pośrednie inwestycje…*, op. cit., s. 126.

czy bezpośredniego w metale, gwarantują one płynność inwestycji[96]. Do największych z nich można zaliczyć SPDR Gold Trust, iShares Comex Gold Trust oraz Power Sheres DB Gold[97].

Szczególną pozycję wśród inwestycji alternatywnych zajmują inwestycje w nieruchomości. Mają one zdecydowanie dłuższą tradycję od innych współczesnych sposobów lokowania kapitałów i dotyczą też znacznej części społeczeństwa. Specyfika nieruchomości skutkuje tym, że pełnią one podwójną rolę – z jednej strony ich zakupy zaspokajają potrzeby nabywców, z drugiej mogą być instrumentem inwestycyjnym pozwalającym na alokację kapitału[98]. O skali rynku może świadczyć fakt, że w Polsce nieruchomości stanowią 2/3 majątku narodowego, stale odnotowując wzrost[99]. Ze względu na złożoność rynku nieruchomości zaproponowano wiele jego podziałów. Przykładowo – ze względu na przeznaczenie nieruchomości lub kryterium dochodowości. Według Anny Ludwiczak nieruchomości można podzielić ze względu na następujące kryteria:

- przeznaczenie: domy jednorodzinne, domy wielorodzinne, lokale, mieszkania,
- własność: prywatne, publiczne,
- przysługujące do nich prawa rzeczowe: prawa własności, prawa użytkowania wieczystego, spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu, prawa odrębnej własności lokalu, prawa użytkowania,
- stosunek zobowiązaniowy związany z ich wykorzystywaniem: umowa najmu, umowa dzierżawy, umowa o zarządzanie, umowa o użyczenie, umowa leasingu, umowa *timeshare,*
- rynek: pierwotny, wtórny[100].

W codziennym obrocie nieruchomościami inwestorzy posługują się jednak zdecydowanie bardziej uproszczonym ich podziałem – na mieszkaniowe oraz komercyjne. W ramach tych drugich ze względu na ich specyfikę wyróżnia się także nieruchomości rolne. Mieszkania zwykle zalicza się do nieruchomości niedochodowych, ponieważ najczęściej

---

[96] Ibidem, s. 130.
[97] U.M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych*..., op. cit., s. 51.
[98] A. Ludwiczak, *Jaki nie jest rynek nieruchomości – problemy dla badaczy*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 1 (85), 2017, s. 351.
[99] K. Dąbrowska, *Zagrożenia na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe ZPSB. Firma i Rynek", nr 1 (55), 2019, s. 133.
[100] Ibidem, s. 134.

wykorzystywane są do zaspokojenia potrzeb życiowych właścicieli[101]. W ostatnich latach zdecydowanie wzrosła jednak liczba zakupów mieszkań w celach inwestycyjnych. Inwestorzy, zwłaszcza po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej, liczyli nie tylko na zyski z bieżących przychodów z najmu, ale zwłaszcza na wzrost cen nieruchomości na wzór tego, jaki miał miejsce na terenie innych państw członkowskich. Przyciągnęło to do Polski wielu inwestorów zagranicznych, zwłaszcza z Hiszpanii i Irlandii[102]. Obecnie szacuje się, że w celach najmu kupowane jest ponad 30% mieszkań. Rynek ten rozwija się niezwykle prężnie ze względu na niskie stopy procentowe oraz napływ obcokrajowców do Polski[103]. Według danych Ministerstwa Finansów w 2015 roku dochody z najmu i dzierżawy rozliczało 611 tys. podatników. Uwzględniając osoby wynajmujące i nierozliczające podatku, założyć można, że łączna liczba osób wynajmujących mieszkania mieści się w przedziale 1–2 mln[104].

O atrakcyjności inwestycji w nieruchomości decyduje zwłaszcza ich niska korelacja z innymi instrumentami w zakresie stóp zwrotu. Mają one głównie charakter długoterminowy, charakteryzują się niską płynnością i zbywalnością, od inwestora wymagają dużych nakładów finansowych[105]. Inwestycji dokonywać można bezpośrednio w nieruchomości lub pośrednio w instrumenty finansowe rynku nieruchomości[106]. Fundusze inwestycyjne, opierające się na nieruchomościach, po krótkiej fazie rozwoju przeżywają w Polsce kryzys spowodowany upadkiem funduszu W. Investments, zwłaszcza że miał on podłoże przestępcze. W związku z tym prowadzone są w tej sprawie liczne postępowania[107]. O znacznych problemach funduszy nieruchomości może świadczyć to, że z trzech funduszy wymienianych w literaturze jako

---

[101] A. Ludwiczak, *Jaki nie jest…*, op. cit., s. 354.

[102] G. Główka, *Finansowe determinanty bańki cenowej na rynku mieszkaniowym w Polsce*, „Studia i Prace WNEIZ US", nr 1 (45), 2016, s. 100.

[103] P. Ludwiczak, *Rynek mieszkaniowy w Polsce*, Michael/Ström Investments, 2017, s. 1–3, https://michaelstrom.pl/files/raporty_i_analizy/raporty/Rynek_mieszkaniowy_w_Polsce_20170629.pdf [dostęp 13.05.2021].

[104] Ibidem, s. 8.

[105] U.M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych*..., op. cit., s. 53.

[106] Ibidem, za: E. Kucharska-Stasiak, *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

[107] W. Ziomek, *Afera W. Investments. Jeden z najbogatszych Polaków aresztowany*, https://www.money.pl/gospodarka/afera-w-investments-jeden-z-najbogatszych-polakow-aresztowany-6356926398793345a.html [dostęp 17.11.2019].

przykładowe w 2014 roku wszystkie zostały zlikwidowane, przynosząc swoim klientom znaczne straty[108].

Dla inwestorów instytucjonalnych kluczowe na rynku nieruchomości są inwestycje w nieruchomości komercyjne. Tylko w 2017 roku łączna wartość transakcji na tym rynku przekroczyła 5 mld euro. W 2018 roku taki wynik został osiągnięty już po trzech kwartałach. Tylko jedna transakcja pomiędzy ARES/AXA/Apollo Rida, a Chariot Top Group wygenerowała ponad 1 mld euro obrotu[109]. Do najważniejszych segmentów rynku komercyjnego zaliczyć można rynek: gruntów inwestycyjnych, biurowy, magazynowy, handlowy i hotelowy[110].

Rynek nieruchomości stale prężnie się rozwija i dostosowuje do nowych realiów ekonomicznych i społecznych. Obecnie pojawiły się na nim nowe popularne typy inwestycji w aparthotele, condohotele oraz flipy. Na gruncie polskiego prawa nowe rodzaje hoteli nie zostały jeszcze zdefiniowane, co niestety osłabia pozycję inwestora w przypadku zaistnienia jakichkolwiek problemów w realizacji inwestycji[111]. Najczęstszym założeniem w tego typu inwestycji jest posiadanie przez inwestora lokalu na własność, który oddaje się w zarządzanie operatorowi w zamian za stały procent zysku od wartości zainwestowanego kapitału. Właściciel ma prawo okazjonalnie korzystać z nieruchomości osobiście. *House flipping* wywodzi się ze Stanów Zjednoczonych i polega na przywracaniu do wysokiego standardu zniszczonych lub zaniedbanych nieruchomości oraz ich niezwłocznej sprzedaży[112]. Kluczowe w tego rodzaju inwestycji jest zakupienie mieszkania po jak najkorzystniejszej cenie, szybka renowacja oraz prezentacja potencjalnym nabywcom. Aktywność inwestorów w sektorze flipów dotyczy głównie największych miast, takich jak: Warszawa, Wrocław, Poznań, Kraków, Łódź czy Gdańsk. Ze względu na konieczność szybkiego obrotu najlepszym rozwiązaniem dla inwestora

---

[108] Fundusze BPH FIZ Sektora Nieruchomości, Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości, Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ, zob. U.M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych...*, op. cit., s. 54.

[109] *Miliardy płyną na rynek nieruchomości komercyjnych*, https://www.rp.pl/Komercyjne/310219950-Miliardy-plyna-na-rynek-nieruchomosci-komercyjnych.html [dostęp 17.11.2019].

[110] *Polska Market Insights – Raport Roczny 2019*, https://www2.colliers.com/pl-PL/Research/Raport-Roczny-Market-Insights-2019 [dostęp 17.11.2019].

[111] M. Wrotniak, *13 ostrzeżeń dla inwestujących w nieruchomości… od deweloperów*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/13-ostrzezen-dla-inwestujacych-w-nieruchomosci-od-deweloperow-7759385.html [dostęp 17.11.2019].

[112] *House flipping w Polsce*, https://www.nieruchomosci-online.pl/porady/house-flipping-polsce-6807.html [dostęp 17.11.2019].

jest w tym przypadku posługiwanie się własnymi zasobami finansowymi zamiast kredytu[113]. Ze względu na to, że rozwiązania typu *flip* oraz *aparthotel*/*condohotel* są nowatorskie na rodzimym rynku, dopiero w przyszłości będzie można określić, czy zostaną jego trwałym elementem. Nieznana jest także obecna skala tego rodzaju inwestycji.

Finansowe instrumenty pochodne pojawiały się w Polsce już na początku przekształceń systemu gospodarczego. W 1992 roku Polski Bank Rozwoju SA wdrożył pilotażowe transakcje walutowe typu *forward*. Pierwsza opcja walutowa została wystawiona przez ING Bank SA w 1996 roku. Prezentowano wtedy opcje na sześć par walutowych. W tym samym roku Polski Bank Inwestycyjny SA rozpoczął oferowanie opcji wystawianych przez innych klientów[114]. Rynek derywatów nabrał rozpędu po zaangażowaniu się w niego Giełdy Papierów Wartościowych, a 16 stycznia 1998 roku debiutowały na niej kontrakty terminowe na indeks WIG20[115]. W przyszłości miały one stać się jednymi z najpopularniejszych instrumentów pochodnych dla inwestorów indywidualnych. W kolejnych latach wprowadzono następne kontrakty terminowe na indeksy oraz akcje – indeks TechWIG w 2000 roku, indeks MIDWIG w 2002 roku, TP, PKN Orlen, Pekao, KGHM Polska Miedź, BRE Bank, Agora, Prokom w 2001 roku, Bank BPH w 2002 roku, Bank Millenium, Bank Zachodni WBK w 2003 roku oraz PKO BP w 2005 roku[116]. Niezależnie od działań GPW możliwość inwestowania w instrumenty pochodne wprowadziła Warszawska Giełda Towarowa, proponując swoim klientom kontrakty *futures*: waluty, towary – pszenicę konsumpcyjną, pszenicę paszową, żywiec wieprzowy oraz zawieranie opcji na towary[117]. Konsekwencją otwarcia rynków w okresie transformacji było zdecydowane zwiększenie znaczenia międzynarodowych transakcji zawieranych przez krajowych przedsiębiorców. Zabezpieczenie ich od ryzyka walutowego stało się dla nich

---

[113] *Mieszkanie na flip, czyli o obrocie nieruchomościami*, https://rentier.io/blog/mieszkanie-na-flip [dostęp 17.11.2019].

[114] J. Wojciechowski, *Rynek giełdowych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce. Rys historyczny, stan obecny i perspektywy*, http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyroznione_prace/wojciechowski_jakub.pdf [dostęp 31.01.2022].

[115] T. Śpiewak, *Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce – szanse i zagrożenia dla zintegrowanego rozwoju*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy", nr 4 (57), 2017, s. 516.

[116] K. Jajuga, op. cit., s. 24–25.

[117] S. Antkiewicz, *Derywaty jako nowe produkty polskiego systemu finansowego*, w: *Przemiany i perspektywy gospodarki w procesie integracji z gospodarką światową*, red. K. Piech, G. Szczodrowski, Instytut Wiedzy, Warszawa 2002, s. 215.

kluczowe. Największe firmy wykorzystywały do tego instrumenty pochodne. Pomimo tego większość transakcji zawieranych na rynku *futures* ma charakter spekulacyjny[118].

Poważnym problemem związanym z korzystaniem z instrumentów pochodnych są istniejące w tym zakresie braki definicyjne w polskim prawodawstwie. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi stanowi, że przez instrumenty pochodne rozumie się opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych) oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego[119]. Powyższa ustawa nie definiuje jednak poszczególnych instrumentów pochodnych, jedynie wymienia ich bardzo szeroką gamę. W związku z tym powstały liczne, często konkurencyjne koncepcje cech charakteryzujących konkretne umowy. Przykładowo, zdaniem Mariusza Goleckiego, opcja jest umową z zastrzeżonym na rzecz opcjobiorcy zawieszającym warunkiem potestatywnym *si volunero*. Opcjobiorcy przyznane zostaje w ten sposób zależne wyłącznie od jego woli uprawnienie do przekształcenia umowy warunkowej w stanowczą[120]. Praktyka życia gospodarczego i obrotu poszczególnymi instrumentami pochodnymi, zwłaszcza na rynkach zorganizowanych, pomija często pewne ich prawne aspekty na rzecz automatyzacji i standaryzacji.

Powyższe przykłady przedstawiają tylko podstawowe elementy rynków alternatywnych. Każdy z nich posiada swoją specyfikę, zasady funkcjonowania oraz odrębną historię. Szczegółowe omówienie problematyki poszczególnych rynków wymagałoby odrębnych

---

[118] Ogólnopolskie badanie inwestorów przeprowadzone w 2010 roku przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych wykazało, że inwestujący w instrumenty pochodne jako główny cel wskazują motyw spekulacyjny (61,5% inwestorów), natomiast zabezpieczenie przed ryzykiem jest motywem 23% inwestorów, E. Widz, *Wykorzystanie kontraktów futures do zabezpieczenia ekspozycji na ryzyko walutowe*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia" Lublin, nr 1 (44), 2012, s. 439, za: *Profil inwestora giełdowego w 2010 r.*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, s. 26.

[119] Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005, nr 183 poz. 1538.

[120] A. Liśkiewicz, *Problematyka prawna kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawniczy Uniwersytetu Warszawskiego", nr 1/2017, s. 168, za: M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi na tle nowelizacji przepisów kodeksu cywilnego dotyczących ofertowego trybu zawierania umów*, „Palestra", nr 7–8, 2006, s. 9–20.

dysertacji. W powyższych zestawieniach dotyczących zarówno rynków globalnych, jak i rynku krajowego, nie została omówiona wyjątkowa grupa aktywów. Inwestycje emocjonalne ze względu na swe szczególne cechy zostały wyróżnione jako odrębna podgrupa inwestycji alternatywnych.

1.5. Specyfika inwestycji emocjonalnych

W szerokim wachlarzu inwestycji rzeczowych **inwestycje emocjonalne** zajmują wyjątkowe miejsce, zwłaszcza w kontekście ich oceny przez współczesnych inwestorów oraz szybkości przemian następujących na tych rynkach. Charakteryzują się połączeniem potencjału do osiągania zysku, możliwością dywersyfikacji ryzyka oraz cech charakterystycznych, odróżniających je od innych form lokowania kapitału, takich jak: unikalność, dostępność, walory estetyczne i smakowe. Emocjonalny charakter tych inwestycji polega na tym, że o ich wycenie decydują przede wszystkim subiektywne odczucia i postrzeganie[121]. Znaczący nacisk w inwestycjach emocjonalnych kładzie się nie na bezpośredni zysk finansowy z inwestycji, ale na korzyści pozamaterialne – przyjemność posiadania, doznania estetyczne, wzrost prestiżu, satysfakcja z przynależności do wąskiego grona kolekcjonerów[122].

Ważnym uzasadnieniem istnienia specyficznej grupy inwestycji emocjonalnych oraz inwestorów aktywnych na tym rynku są wyniki badań Daniela Bernoullego. Dzięki tzw. paradoksowi petersburskiemu[123] badacz odkrył, że człowiek przy podejmowaniu decyzji dąży do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności, a nie oczekiwanej wartości. Do tego każdy posiada inny zbiór wartości, który decyduje o jego użyteczności. Istotne było także jego drugie odkrycie, w którym dostrzegł, że użyteczność, będąca wynikiem jakiegokolwiek niewielkiego wzrostu zamożności, jest odwrotnie proporcjonalna do ilości dóbr uprzednio posiadanych[124]. Przy określonym poziomie bogactwa bezpośredni wzrost wyłącznie wartości finansowej majątku może nie sprawiać inwestorowi wystarczającej satysfakcji. Jest to zależne od jego subiektywnych ocen oraz wyznawanych wartości.

---

[121] M. Mikita, W. Pełka, op. cit., s. 221.
[122] *Inwestowanie alternatywne*, op. cit., s. 12.
[123] Paradoks petersburski lub inaczej gra petersburska to gra losowa, która mimo posiadania nieskończonej wartości oczekiwanej, posiada jednocześnie ograniczoną wartość pieniężną dla większości graczy.
[124] M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2008, s. 20–22.

Zmiany w zakresie motywów oraz sposobów realizacji swoich potrzeb za pomocą określonych inwestycji wyjaśniali również w swojej pracy Jing Jian Xiao i Joan Gray Anderson. Nawiązali oni bezpośrednio do teorii Maslowa, zgodnie z którą człowiek spełnia hierarchicznie ułożone potrzeby, a zaspokojenie potrzeb niższego rzędu powoduje ujawnienie się potrzeb wyższego rzędu. Gdy zapewnimy sobie bezpieczeństwo finansowe związane z potrzebami konsumpcyjnymi, to uruchamia się w potrzeba samorealizacji i wyjątkowych osiągnięć[125].

Wyjątkowość inwestycji emocjonalnych opiera się w dużej mierze na ich przedmiocie. Do najbardziej popularnych zaliczyć można diamenty i inne kamenie szlachetne, monety, dzieła sztuki, znaczki, instrumenty muzyczne, wytworne wina, whisky, luksusowe samochody i jachty czy też maskotki[126]. Trzeba podkreślić jednak, że część z przedmiotów w ramach wymienionych kategorii nie kwalifikuje się do tego typu inwestycji. Przykładowo, kamienie szlachetne tylko w wyjątkowych przypadkach mają charakter inwestycji emocjonalnych. Zwykle są to powtarzalne, a nie unikatowe egzemplarze, podobnie instrumenty muzyczne. Zarówno same inwestycje, jak i ich rodzaje, są definiowane i kategoryzowane w literaturze na wiele sposobów. Alternatywnie nazywa się je inwestycjami w pasje, dzieląc na podgrupy zawierające sztukę, biżuterię, dobra luksusowe, wino, inwestycje w zespoły sportowe, konie wyścigowe[127].

Drugim ważnym wyróżnikiem inwestycji emocjonalnych jest nacisk na inne determinanty podejmowania decyzji o ich przeprowadzeniu. Kluczowe są tu czynniki pozaekonomiczne, takie jak: piękno, unikatowość, proweniencja, fakt obcowania z danym obiektem[128]. Elementy te kształtują niefinansowy zysk inwestora nazywany **dywidendą emocjonalną**. W literaturze występują liczne jej koncepcje oraz alternatywne nazewnictwo: dywidenda estetyczna (*aesthetic dividend*)[129], dywidenda użytecznościowa (*utility dividend*)[130], dywidenda własnościowa (*ownership dividend*)[131], dywidenda idiosynkratyczna i niezbywalna

---

[125] J.J. Xiao, J.G. Anderson, *Hierarchical Financial Needs Reflected by Household Financial Asset Shares*, „Journal of Family and Economic Issues", Vol. 18, No. 4, 1997, s. 333–355.
[126] A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot...*, op. cit., s. 572.
[127] K. Gabryelczyk, M. Kurek, M. Nowak, A. Pacanowska, op. cit., s. 25.
[128] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 9.
[129] M. Czupryna, P. Oleksy, op. cit., s. 24, za: S. Satchell, N. Srivastava, *Microeconomics of Art.: Art., Luxury Goods and Risk*, w: *Risk and Uncertainty in the World*, Ed. A. M. Dempster, Bloomsbury Publishing, London 2014.
[130] B.R. Mandel, *Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good*, „American Economic Review", Vol. 99, No. 4, 2009, s. 1653–1656.
[131] E. Dimson, P. Rousseau, Ch. Spaenjers, *The Price of Wine*, „Journal of Financial Economics", Vol. 118, No. 2, 2015, s. 431–449.

(*idiosyncratic and non-tradable dividend*)[132], wartość prywatna (*private value*)[133], psychiczna stopa zwrotu (*psychic return*)[134].

Na podstawie powyżej omówionych elementów **inwestycje emocjonalne** można zdefiniować jako **inwestycje rzeczowe, których przedmiot posiada indywidualnie wyróżniające go cechy powodujące powstanie u posiadacza psychologicznej korzyści tzw. dywidendy emocjonalnej, niezależnej od wartości finansowej.**

Specyfika inwestycji emocjonalnych jest powodem wzbudzania zainteresowania u określonej grupy inwestorów. Zwykle są to osoby majętne o zaspokojonych potrzebach związanych z podstawową egzystencją oraz odpowiednio zabezpieczone finansowo na przyszłość. Grupę tę można porównać do potencjalnych klientów *wealth management*, którzy są zaliczani do tzw. ***hight net worth individual*** (HNWI). Jako kryterium przynależności do tej grupy przyjmuje się wartość wolnych środków wykorzystywanych do celów inwestycyjnych na poziomie 1 mln dolarów. Oprócz HNWI wyróżnia się także *very/extremly* HNWI (środki na poziomie 5–30 lub 5–50 mln dolarów) oraz *ultra* HNWI (środki na poziomie ponad 30 lub 50 mln dolarów)[135].

Według raportu *Global Wealth Databook 2018*, opracowanego przez Credit Suisse, w Polsce mieszkało 62 tys. takich osób. Ich liczba od 2017 roku zwiększyła się o 5 tys. Pomimo takiego wzrostu liczba HNWI na terenie Polski zdecydowanie odbiega od średniej innych państw europejskich. Wielka Brytania, Niemcy i Francja posiadają ponad 2 mln HNWI, Włochy około 1,4 mln. Zbliżone do Polski wartości osiągają zdecydowanie mniej zaludnione kraje: Czechy – 46 tys., Finlandia – 80 tys., Grecja – 87 tys.[136]

Raporty dotyczące wzrostu światowej zamożności najbardziej aktywną i perspektywiczną grupę uczestników rynków definiują jako HENRYs (*hight-earners-not-rich-yet*). Zaliczyć do niej można osoby o przychodzie rocznym na poziomie 100–250 tys. dolarów,

---

[132] S. Lovo, Ch. Spaenjers, *A Model of Trading in the Art Market*, „American Economic Review", Vol. 108, No. 3, 2018, s. 1–4.
[133] W.N. Goetzmann, M. Spiegel, *Private Value Components, and the Winner's Course in an Art Index*, „European Economic Review", Vol. 39, No. 3–4, 1995, s. 549–555.
[134] G. Candela, M. Castellani, P. Pattitoni, *Reconsidering Psychic Return in Art Investments*, „Economics Letters", Vol. 118, No. 2, 2013, s. 351–354.
[135] K. Gabryelczyk, M. Kurek, M. Nowak, A. Pacanowska, op. cit., s. 16.
[136] *Rynek dóbr luksusowych w Polsce. Edycja 2018*, https://home.kpmg/pl/pl/home/insights/2018/12/raport-rynek-dobr-luksusowych-w-polsce-edycja-2018.html [dostęp 16.12.2019].

w średnim wieku (około 43 lat) oraz majątku inwestycyjnym poniżej 1 mln dolarów[137]. Ze względu na swój szczyt aktywności zawodowej, posiadane już predyspozycje do stałego wzrostu majętności oraz możliwą długą perspektywę inwestowania, są oni szczególnie atrakcyjni dla instytucji *wealth management*.

Osoby aktywne na rynkach inwestycji emocjonalnych kierują się różnymi celami, które rzutują na ich specyficzne zachowania i model inwestycyjny. Zdaniem Agaty Adamskiej można je podzielić na **spekulowanie, inwestowanie oraz kolekcjonowanie**. Często są one realizowane równocześnie. Inwestor *sensu stricto* dąży do stopniowego wzrostu kapitału poprzez długofalowy proces zakupów i sprzedaży poszczególnych przedmiotów. Spekulant stara się wykorzystać okazje rynkowe do szybkiego obrotu oraz realizacji zysków. Kolekcjoner osiąga cel poprzez nabycie określonego przedmiotu[138].

Inny sposób podziału inwestorów zainteresowanych tym segmentem zaproponowali William McIntosh i Brandon Schmeichel. Biorąc pod uwagę motywy działania inwestorów, sklasyfikowali ich na cztery grupy:

- pasjonaci (*passionate collectors*), obsesyjnie zainteresowani nabyciem danego przedmiotu i skłonni zapłacić za niego niemal każdą cenę,
- dociekliwi (*inquisitive collectors*), traktujący dany przedmiot *stricte* w wymiarze inwestycyjnym,
- hobbyści (*hobbyists*), kolekcjonujący poszczególne przedmioty dla własnej przyjemności,
- ekspresyjni (*expressive collectors*), gromadzący przedmioty w celu podkreślenia swojego statusu majątkowego czy pozycji społecznej[139].

Wielość motywów kierujących inwestorami na rynku inwestycji emocjonalnych, w połączeniu z nieograniczonymi możliwościami tworzenia nowych rynków, utrudnia pełną typizację tych inwestycji. Jak słusznie zauważył K. Borowski, dla różnych inwestorów najważniejszymi mogą okazać się obiekty zaliczane do różnych kategorii, o odmiennych

---

[137] *Global Powers of Luxury Goods 2019. Bridging the gap between the old and new*, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/Consumer_and_Industrial_Products/Global-Powers-of-Luxury-Goods-abril-2019.pdf [dostęp 16.12.2019].

[138] A. Adamska, *Inwestowanie w aktywa emocjonalne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 73, 2015, s. 297.

[139] M. Czupryna, P. Oleksy, op. cit., s. 23, za: W.D. McIntosh, B. Schmeichel, *Collectors and Collecting: A Social Psychological Perspective*, „Leisure Sciences", Vol. 26, No. 1, 2001.

cechach i przeznaczeniu[140]. W najszerszej definicji inwestycji emocjonalnych, zdaniem Joanny Cichorskiej, można do nich zaliczyć wszystkie rzeczowe inwestycje alternatywne[141]. Biorąc pod uwagę powyższe, w niniejszej pracy autor ograniczy się jedynie do krótkiego omówienia najpopularniejszych rynków inwestycji emocjonalnych. Zgodnie z trendami, wynikającymi z zainteresowania inwestorów, z pewnością warte przedstawienia są **rynki: sztuki, alkoholi inwestycyjnych oraz samochodów kolekcjonerskich.** Zostaną one omówione wraz z przykładami ich indeksacji, co ma związek z nadrzędnym celem pracy, jakim jest opracowanie indeksu dla jednego z segmentów rynku inwestycji kolekcjonerskich. Rynek numizmatów, będący wiodącym tematem pracy, zostanie szczegółowo przedstawiony w odrębnym rozdziale.

Polscy inwestorzy jako najbardziej trafny przykład inwestycji alternatywnych podają inwestycje w dzieła sztuki (uważa tak 68% badanych). Grupa rynków wybranych przez praktyków nie jest przypadkowa. Pierwszych pięć miejsc zajmują inwestycje w aktywa rzeczowe – dzieła sztuki, wino, złoto (w tym monety), whisky i diamenty. Wszystkie w pełni lub chociaż częściowo spełniają definicje inwestycji emocjonalnych[142].

Aukcyjny **rynek sztuki** w Polsce w 2018 roku (ostatnie dostępne dane) szacować można na 252 mln złotych. Przeprowadzono w tymże roku ponad 300 aukcji, na których zlicytowano 15 tys. obiektów. 49 aukcji mogło pochwalić się sprzedażą za kwotę ponad 1 mln złotych. W 2018 roku padł też rekord licytacji pojedynczego dzieła – za obraz Wojciecha Fangora zapłacono wraz z opłatą aukcyjną 4,7 mln złotych[143]. W porównaniu do lat ubiegłych nastąpił zdecydowany wzrost obrotów i liczby sprzedanych dzieł. W 2012 roku wylicytowano 6630 dzieł za kwotę 60,8 mln złotych, w roku 2011 – 5284 dzieł za kwotę 48,4 mln złotych. Z kolei w latach 2007–2010 liczba sprzedanych dzieł nie przekraczała rocznie 4 tys.[144]. Tak zdecydowane wzrosty można było zaobserwować na krajowym rynku, który przeżywa w ostatnich latach bujny rozkwit. Dane te obejmują tylko aukcyjny kanał sprzedaży. W tym samym czasie światowy rynek sztuki był w miarę stabilny. Jego obroty wynosiły średnio około 45 mld euro[145].

---

[140] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 9.
[141] J.I. Cichorska, op. cit., s. 70.
[142] J. Ryba, op. cit., s. 4.
[143] *Inwestycje w sztukę biją kolejne rekordy. Sprzedaż na polskim rynku aukcyjnym przekroczyła ćwierć miliarda złotych*, https://biznes.newseria.pl/news/inwestycje-w-sztuke-bija,p1127643458 [dostęp 18.12.2019].
[144] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 124–125.
[145] Ibidem, s. 124.

Do rynku sztuki zalicza się szeroki zakres dzieł: obrazy, rysunki, grafiki, rzeźby, fotografie, starodruki, znaczki, litografie, unikatowe meble, rzemiosło, sztukę dekoracyjną, starą biżuterię, zabytkowe instrumenty muzyczne, militaria, stare akcje i obligacje, pamiątki mające cechy sztuki[146]. Katalog ten nie jest zamknięty, zwłaszcza ze względu na aktualne tendencje sztuki nowoczesnej, wprowadzającej nowe rodzaje aktywności artystycznej.

Rynek sztuki wyróżnia się charakterystycznymi cechami, które w znacznej mierze są adekwatne także dla innych rynków emocjonalnych. Do najważniejszych z nich zaliczyć można:

- niską płynność – najważniejsze transakcje zawiera się na rynku aukcji, które odbywają się cyklicznie w ciągu roku; nie zawsze jednak w ich trakcie odbywa się licytacja porównywalnych dzieł; część licytowanych przedmiotów nie zostaje sprzedana ze względu na zbyt wysoką cenę minimalną; duża część obrotu odbywa się podczas transakcji pomiędzy osobami prywatnymi i nie jest rejestrowana,
- trudność określenia wartości rynkowej inwestycji – często stosuje się tylko ceny szacunkowe; brak sprzedaży konkretnego dzieła w ostatnich latach uniemożliwia jego realną wycenę, podobnie jak nieskuteczna licytacja,
- dłuższy horyzont inwestycyjny – przyjmuje się, że minimalny horyzont inwestycyjny na rynku obrazów wynosi 5 lat,
- nieregularność przepływów pieniężnych generowanych przez dzieła sztuki – niska płynność i odstępy w czasie pomiędzy poszczególnymi transakcjami nie pozwalają na planowanie przychodów finansowych ze sprzedaży,
- konieczność posiadania specjalistycznej wiedzy – kolekcjonerzy muszą wykazać się znajomością rynku lub korzystać z profesjonalnych doradców,
- ograniczenie w dostępie do informacji – pewne grupy inwestorów, a zwłaszcza pośredników znajdują się w uprzywilejowanej pozycji w stosunku do innych ze względu na wiedzę i osobiste kontakty,
- występowanie inwestorów niemaksymalizujących zysku – inwestorzy są w stanie zapłacić wysoką cenę za wyjątkowe obiekty, dotyczy to zarówno osób prywatnych, jak

[146] E. Ostrowska, op. cit., s. 266–267.

i instytucji – muzeów, rządów państw, banków; korporacje często nabywają dzieła w celach promocyjnych, niezależnie od możliwości przyszłych zysków[147].

Nie tylko rynek, ale i same dzieła posiadają charakterystyczne cechy, które kształtują popyt na nie, a co za tym idzie ich ceny. Kluczowe parametry to utrwalona pozycja twórcy w historii sztuki, popularność autora dzieła i samego dzieła na arenie międzynarodowej, jego autentyczność, jakość sama w sobie, popularność katalogowa, ogólny stan, czas, miejsce i okoliczności powstania, panująca moda oraz kontekst kulturowy[148].

Inwestorzy na rynku sztuki deklarują integrację celów emocjonalnych z perspektywami inwestycyjnymi – 97% z nich wskazywało na wartość emocjonalną zakupów, jednocześnie 76% badanej grupy traktowało dzieła jako przedmiot inwestycji[149]. Obok istotnego elementu kolekcjonerskiego coraz ważniejszą rolę pełni element biznesowy. Pomocne przy mierzeniu opłacalności inwestycji w sztukę są indeksy rynkowe. Najstarszy i najbardziej znany to The Mei Moses World All Art Index, został on stworzony przez profesorów amerykańskich – Jianpinga Mei i Michaela Mosesa. Za jego pomocą mierzone są stopy zwrotu osiągnięte przez dzieła sztuki, które dwukrotnie były przedmiotem transakcji[150]. Badania nad horyzontem czasowym inwestycji na bazie powyższego indeksu wskazują, że w celu uzyskania najwyższych zysków należy je wydłużyć aż do okresu pięćdziesięcioletniego. Osiąga się wtedy o 100% wyższą średnią rentowność od okresu dwudziestopięcioletniego[151].

Dochody z inwestycji w sztukę można osiągać na trzy podstawowe sposoby: zyski ze sprzedaży dzieł w przypadku uzyskania wyższych cen niż ceny zakupu, dochody w formie czynszu za eksponowanie dzieła w publicznych lub prywatnych galeriach i muzeach oraz „dochód" z dywidendy emocjonalnej – kontemplacja, prestiż, status społeczny[152]. Poza inwestycjami bezpośrednimi coraz popularniejsze są inwestycje pośrednie, czynione za pomocą specjalistycznych funduszy inwestycyjnych. Wśród najbardziej znanych wymienić można: The Fine Art Fund, Elite Adviser, Atlanta Art, China Investment Fund, American Art Fund oraz

---

[147] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 108–109.
[148] M. Matuszewska, A. Nowak, *Art. Banking and funds*, w: *Private asset & Wealth…*, op. cit., s. 86.
[149] J.I. Cichorska, op. cit. s. 73, za: www2.deloitte.com, *Art & Finance Report 2014, ArtTactic*.
[150] E. Karwik, *Art & Finance – inwestowanie w sztukę*, w: *Inwestowanie alternatywne*, op. cit., s. 30.
[151] J.I. Cichorska, op. cit., s. 76.
[152] Y. Melnyk, *Dzieło sztuki jako obiekt inwestycji alternatywnych*, http://dspace.tneu.edu.ua/ bitstream/316497 /13399/1/melnyk%201.pdf [dostęp 18.12.2019].

American Master Collection. Przykładowo, w latach 2006–2011 The Fine Art Fund osiągnął średnią roczną stopę zwrotu na poziomie 23,08%[153].

Na polskim rynku, podobnie jak na rynkach zagranicznych, najważniejsze transakcje zawierane są za pośrednictwem domów aukcyjnych. Do 1989 roku rynek sztuki był zmonopolizowany przez państwowe przedsiębiorstwo Desa[154]. Po przemianach gospodarczych powstał konkurencyjny rynek wielu domów aukcyjnych. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: Desa, Desa Unicum, Dom Aukcyjny Rempex, Artinfo, Dom Aukcyjny Ostoya, Dom Aukcyjny Okna Sztuki, Nautilus, Polski Dom Aukcyjny, Polswiss Art, Rynek Sztuki w Łodzi, Agra-Art oraz Sopocki Dom Aukcyjny[155]. Korzystanie z oferty domów aukcyjnych daje inwestorom pewność oryginalności dzieł oraz pozwala rynkowo wycenić wartość kolekcji w przypadku jej sprzedaży. Największym mankamentem są znaczne opłaty pobierane zwykle zarówno od sprzedających, jak i kupujących. Przykładowo, Dom Aukcyjny Rempex pobiera od sprzedającego prowizję w wysokości 20% wartości wylicytowanego dzieła plus podatek VAT, od kupującego 15%; w Agra-Art prowizja od sprzedającego wynosi 18% z VAT, od kupującego 15%; w Polswiss Art: 15%–20% od sprzedającego, w tym VAT, od kupującego 15%. Korzystając z Sopockiego Domu Aukcyjnego, jednego z najbardziej znanych domów aukcyjnych, należy liczyć się z prowizją do 30%, w tym VAT, w przypadku sprzedającego oraz 18% w odniesieniu do kupującego[156]. Prowizje są często negocjowane przez stałych klientów. Mogą także zależeć od wartości dzieła – im droższy eksponat, tym prowizja jest proporcjonalnie niższa. W wyjątkowych przypadkach – przy szczególnych dziełach – w celu promocji domy aukcyjne ograniczają się jedynie do pobrania prowizji od kupującego.

Na polskim rynku sztuki najpopularniejsze segmenty to malarstwo i rysunek. Szczególnym uznaniem inwestorów cieszą się dzieła Jerzego Nowosielskiego, Jana Tarasina, Jacka Sempolińskiego, Wilhelma Sasnala, Stanisława Wyspiańskiego, Tadeusza Kantora, Józefa Chełmońskiego, Henryka Siemiradzkiego[157] oraz najwyżej wylicytowane prace

---

[153] J. Wieprow, *Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 2 (92), 2018, s. 352.
[154] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 122.
[155] P. Niedziółka, *Inwestycje w sztukę na świecie oraz perspektywy rozwoju rynku sztuki w Polsce*, w: *Inwestycje* alternatywne, op. cit., s. 205.
[156] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 149.
[157] U.M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych…*, op. cit., s. 57–58.

W. Fangora. Średnia roczna stopa zwrotu z 800 powtórzonych sprzedaży (*repeat sales*) w ciągu ostatnich 20 lat wyniosła 25,7%[158].

Pomimo coraz większego znaczenia zalet inwestowania na rynku sztuki, nadal niezwykle ważny jest jej aspekt kolekcjonerski. Ma to swoje odzwierciedlenie w specyfice ponownego powrotu najciekawszych eksponatów na rynek aukcyjny. Ze względu na przywiązanie kolekcjonerów do swoich zbiorów ma to miejsce bardzo często w trzech sytuacjach, nazywanych w skrócie 3D. Określenie pochodzi od pierwszych liter słów: ***death*** (śmierć), ***debts*** (długi), ***divorce*** (rozwód). Odzwierciedla to rzeczywiste sytuacje, w których kolekcje są wyprzedawane – z powodu śmierci, zadłużenia lub rozwodu kolekcjonera[159]. Ta wyjątkowa cecha tego typu inwestycji występuje również w innych segmentach rynków emocjonalnych.

Kolejnym z rynków najczęściej wybieranych przez klientów są alkohole kolekcjonerskie. **Inwestycje w alkohole kolekcjonerskie** tradycyjnie opierają się na rynku win. Jednak rynek ten jest bardziej rozbudowany, a w jego skład wchodzą również inwestycje w koniaki, szampany i zdecydowanie zyskujący na popularności rynek whisky. Rynek win jest nie tylko najstarszy, ale i najbardziej rozwinięty. Roczny obrót winami inwestycyjnymi na świecie szacuje się na 3 mld dolarów, z czego 500 mln dolarów przypada na transakcje zawierane na aukcjach[160].

Najbardziej podstawowa klasyfikacja winogron dzieli je na białe i czerwone. Ich główne odmiany to w przypadku czerwonych: *cabernet sauvignon*, *pinot noir*, *syrah*, *merlot*, *barbera*, *cabernet franc*, *carignan*, *dolcetto*, *gamay*, *grencha tinta*, *malbec*, *mourvèdre*, *nebbiolo*, *pinotage*, *sangiovese*, *tempranillo*, *touriga nacional*, *zinfandel/primitivo*; w przypadku białych: *chardonnay*, *riesling*, *sauvignon blanc*, *sèmillon*, *albariño*, *chaselas*, *chenin blanc*, *furmint*, *gewürztraminer*, *grüner veltiner*, *marsanne*, *muscat*, *müller-thorgau*, *palomino*, *pinot blanc*, *pinot gris*, *silvaner*, *trebbiano/ugni blanc*, *verdelho*, *viognier*[161]. Z setek winnic tylko wybrane oferują produkty pozostające w zainteresowaniu inwestorów. Najczęściej największe znaczenie

---

[158] J.I. Cichorska, op. cit., s. 78, za: *Art & Finance Report 2014, ArtTactic*, www2.deloitte.com.
[159] J. Wieprow, op. cit., s. 350.
[160] A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot...*, op. cit., s. 575, za: L. Gevirtz, *Wine Auction Market Shrinking, Lafite Bubble Bursts*, „Reuters", 2012.
[161] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 14–16.

mają wina wchodzące w skład klasyfikacji napoleońskiej[162] z 1885 roku i oznaczone jako *premier cru* (*first growth*). Ujęto w niej 61 *château,* które zostały podzielone na pięć grup. Ostatecznie wewnątrz grup posegregowano je alfabetycznie[163].

Współcześnie w ocenie win inwestorzy opierają się dodatkowo na opiniach somelierów, takich jak Robert Parker, Neal Martin, Jancis Robinson, James Suckling, Steven Spurrier, Hugh Johnson, Ian D'Agat oraz Antonio Gallioni[164]. Pierwszy z wymienionych odgrywa szczególną rolę w związku z powszechną akceptacją stworzonej przez niego 100-stopniowej skali oceny win, zwłaszcza w kontekście win inwestycyjnych.

Profesjonalizacja rynku zdecydowanie przyspieszyła w związku z powstaniem giełdy wina Liv-ex (London International Vintners Exchange) w 1999 roku. Założyli ją Justin Gibbs i James Miles, wzorując się na rozwiązaniach stosowanych na typowych giełdach, takich jak NYSE. Szczególnie wpłynęło to na transparentność rynku, a co za tym idzie na wzrost uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych[165]. Popularność giełdy Liv-ex doprowadziła do powstania kilku indeksów mierzących koniunkturę na rynku i będących kolejnymi wskazówkami dla inwestorów. Najważniejsze z nich to:

- Liv-ex 100 – kalkulowany na bazie 100 najbardziej uznanych win na świecie, pochodzących głównie z regionu Bordeaux; muszą one uzyskać co najmniej 95 punktów w skali Roberta Parkera i być fizycznie dostępne na rynku brytyjskim; indeks jest poddawany kwartalnej rewizji; usuwane są z niego roczniki starsze niż 25-letnie,
- Liv-ex 500 – kalkulowany na podstawie 500 najbardziej uznanych win na świecie pochodzących z Bordeaux, Burgundii, Szampanii, Doliny Rodanu oraz Toskanii,
- Liv-ex 50 – obliczany na bazie dziennych cen 50 win o największym wolumenie obrotu; komponenty indeksu dodawane są w czerwcu pierwszego roku obecności wina na rynku, a usuwane po 10 latach od daty dodania,

---

[162] Klasyfikacja napoleońska powstała przy okazji wystawy światowej w Paryżu. Na polecenie Napoleona III stworzyła ją Cambre de Commerce przy współpracy Syndicat des Courtiers en Vins de Bourdeaux. O jej wyjątkowości może świadczyć fakt, że jej skład zmieniono tylko raz w 1973 roku, awansując Chateâu Mouton Rothschild z drugiej do pierwszej grupy. Niekiedy jako drugi tego typu przypadek podaje się dodanie w 1856 roku wina z winnicy Château Cantemerle.
[163] F. Cackowski, *Bordeaux w portfolio – inwestycje w wino*, w: *Inwestowanie alternatywne*, op. cit., s. 37–39.
[164] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 23.
[165] F. Cackowski, op. cit., s. 44.

- Liv-ex Fine Wine 1000 – bazujący na cenach 1000 win z całego świata, podzielony na 7 subindeksów,
- Liv-ex Fine Wine Investables – kalkulowany na bazie cen 200 win o największym potencjale inwestycyjnym z 24 *châteaux* z Bordeaux[166].

Z giełdy Liv-ex korzystają głównie profesjonalni inwestorzy, brokerzy, przedstawiciele funduszy inwestycyjnych oraz najwięksi kolekcjonerzy. Muszą oni wykupić odpowiednie roczne licencje i ponosić koszty prowizji od każdej transakcji. Zależnie od obrotu rocznego mogą one wynosić od 1% do 2,5% wartości transakcji[167]. Jest to najbardziej popularna giełda win, ale nie jedyna, z której korzystają uczestnicy rynku. Handel winem odbywa się także na The New York Wine Exchange, The San Francisco Wine Exchange, The Hong Kong Wine Exchange i The Wine Exchange Asia[168].

Rynek wina daje inwestorom nie tylko liczne narzędzia do oceny sytuacji rynkowej oraz wyceny swoich aktywów. Pozwala również dywersyfikować sposoby inwestowania. Zależnie od preferencji dokonywać można alokacji środków poprzez:

- zakup wina na rynku pierwotnym (*en primeur*),
- zakup wina w skrzynkach; wina są już ocenione i sklasyfikowane,
- inwestycje w certyfikaty inwestycyjne funduszu zamkniętego operującego na rynku wina,
- zakup udziałów w wybranych winnicach,
- inwestycje w akcje spółek produkujących wina[169].

Fundusze inwestycyjne aktywnie uczestniczą w obrębie rynku win. Szacuje się, że na świecie działa ich około 100 i zarządzają aktywami na poziomie 300 mln dolarów. Barierą wejścia dla inwestorów może być w ich przypadku minimalna kwota inwestycji. Przykładowo, w The Wine Investment Fund klient indywidualny musi zainwestować 10 tys. funtów szterlingów, inwestor instytucjonalny – aż 500 tys. funtów szterlingów. Okres inwestycji to 5 lat. Fundusz pobiera 1,5% opłaty rocznej od inwestorów indywidualnych, 2% opłaty od inwestorów instytucjonalnych. Ponadto na początku inwestycji klienci obarczeni są opłatą

---

[166] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 31–32.
[167] F. Cackowski, op. cit., s. 44.
[168] A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot...*, op. cit., s. 576.
[169] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 54, za: O. Gokcekus, D. Nottebaum, *The Buyer's Dilemma – Whose Rating Should a Wine Drinker Pay Attention to?*, „AAWE Working Paper", No. 91, 2011, s. 4

wynoszącą 5% od zainwestowanego kapitału. W przypadku zamknięcia inwestycji fundusz dodatkowo pobiera 20% zysków[170].

Na polskim rynku obecnie odnotowuje się szybki wzrost sprzedaży alkoholi luksusowych. Ogólną jego wartość w 2017 roku szacowano na 856 mln złotych. Do 2021 roku może on wzrosnąć do kwoty 1,2 mld złotych[171]. Szacunki te nie dotyczą jednak tylko rynku kolekcjonerskiego alkoholi, ale szeroko rozumianych alkoholi ekskluzywnych. Tendencja wzrostowa na krajowym rynku została jednak już dostrzeżona przez światowych liderów. Premiery limitowanych edycji alkoholi, dotychczas mające zwykle miejsce w Londynie lub Paryżu, zostały zaprezentowane również w Polsce. Destylarnia Glenfarclas w ten sposób wprowadziła na rynek najstarszą whisky w swojej historii; Gordon&MacPhail przedstawił whisky z destylarni Glen Grant; Number One Drinks pokazała w stolicy Polski japońską whisky *single cask*; domy koniakowe Tiffon oraz Bache Gabrielsen zaprezentowały najrzadsze koniaki z przełomu osiemnastego i dziewiętnastego wieku[172]. Duży udział w tej ekspansji miały krajowe firmy pośredniczące w zakupach alkoholi i zarządzaniu ich portfelami, takie jak Stilnovisti oraz Wealth Solutions.

Rynki emocjonalne są jednak niezwykle trudne i często firmy wskazywane jako modelowe w literaturze przedmiotu[173] popadają w problemy i podlegają procedurze likwidacyjnej, podobnie jak w przypadku Finare Group i Wine Advisors. Na nowym rynku, jakim jest Polska, inwestorom wskazuje się jedynie potencjalne korzyści z inwestycji, opierając się na historycznych wynikach związanych z najbardziej trafnymi transakcjami. Krajowy fundusz inwestycyjny funkcjonujący na rynkach wina również zakończył swoją działalność niepowodzeniem. IPOPEMA Fine Wine FIZAN, pomimo planów działalności do 2016 roku[174], został zamknięty trzy lata wcześniej w związku ze słabymi wynikami. Usprawiedliwiano je zbyt małym portfelem do zarządzania, zbyt dużymi kosztami obsługi oraz ogólnoświatowym kryzysem.

Inwestowanie na rynkach alternatywnych niesie ze sobą specyficzne ryzyka. Jak wskazują powyższe przykłady, dzieje się tak głównie na rynkach wschodzących, na których

---

[170] F. Cackowski, op. cit., s. 51.
[171] J. Wieprow, op. cit., s. 353.
[172] *Alkohole nie tylko do picia*, https://biznes.interia.pl/gieldy/aktualnosci/news-alkohole-nie-tylko-do-picia,nId,4141959 [dostęp 28.12.2019].
[173] U.M. Gierałtowska, *Dostępność instrumentów alternatywnych…*, op. cit., s. 58.
[174] F. Cackowski, op. cit., s. 56.

działające podmioty nie posiadają jeszcze odpowiedniego doświadczenia i wiedzy. Rynek win cechuje się jednak dodatkowymi zagrożeniami, na które nie ma wpływu sytuacja ekonomiczna. W przypadku tej inwestycji mogą wystąpić problemy natury organicznej: zepsucie wina, pogorszenie się jego smaku nawet w przypadku odpowiedniego przechowywania[175]. Wtedy, niezależnie od poczynionych starań i fachowego przygotowania, inwestycja zamyka się znaczną stratą.

Specyfika rynku alkoholi powoduje istnienie niezwykłego sposobu zakończenia inwestycji. W tym przypadku może nastąpić konsumpcja jej przedmiotu. Jest to jednorazowa forma zamknięcia pozycji inwestora[176]. Stąd wartość danej butelki trunku zależy od kilku czynników w znacznej mierze niefinansowych. Elroy Dimson, Peter Rouseau i Christophe Spaenjers, wykorzystując koncepcję użyteczności, wskazują, że wartość fundamentalna butelki szlachetnego wina inwestycyjnego, cechującego się wysoką jakością, uznaniem krytyków, potwierdzonym pochodzeniem, dojrzewającego po zabutelkowaniu w długim, kilkudziesięcioletnim okresie, jest równa (przed osiągnięciem stanu dojrzałości) maksymalnej wielkości jednego z trzech elementów:

- wartości natychmiastowej konsumpcji,
- teraźniejszej wartości konsumpcji w momencie osiągnięcia przez wino swej dojrzałości, powiększonej o wartość niefinansowej dywidendy, wynikającej z posiadania danej butelki do czasu spożycia,
- teraźniejszej wartości kolekcjonerskiej, wynikającej z przechowywania butelki wina w długim okresie (bez jego spożycia)[177].

Niezależnie od rynku wina rozwijają się pozostałe rynki alkoholi luksusowych. Są one w mniejszym stopniu zorganizowane, ale także dla ich odzwierciedlenia tworzone są odpowiednie indeksy. Powstają specjalistyczne fundusze inwestycyjne, mające swoich ekspertów oraz fachową prasę. Wartość kolekcjonerskiego rynku whisky wycenia się zróżnicowanie – od 200 mln euro jako wartość europejskiego rynku aukcyjnego[178], po 8 mld

---

[175] A. Adamska, *Alkohole jako przedmiot…*, op. cit., s. 575.
[176] Ibidem, s. 575.
[177] M. Czupryna, P. Oleksy, op. cit., s. 23, za: E. Dimson, P.L. Rousseau, Ch. Spaenjers, op. cit.
[178] E. Helman-Pazdej, *Inwestowanie w whisky jako jedna z form inwestycji alternatywnych*, w: *Inwestowanie alternatywne*, op. cit., s. 60.

funtów szterlingów jako wartość światowego rynku aukcyjnego[179]. Wśród kolekcjonerskich whisky obecnych w sprzedaży wyróżnia się zwykle rodzaje: *single malt*, *single cask* lub *single cask strenght*. Do ich najpopularniejszych marek zaliczyć można: Brora, Port Ellen, Rosebank, Glenfarclas, Glen Grant, Macallan, Dalmore, Ardbeg, Balvenie, Bowmore, Tullamore Dew, Jameson, Bushmills, Maker's Mark, Wild Turkey, Elijah Craig, George T. Stagg, Jack Daniels, Jim Bean, Kurizawa, Yamazaki, Nikka oraz Hanyu[180]. Powyższe wyliczenie pomija podział na burbony czy Tennessee whiskey, ujmując całą szeroko rozumianą rodzinę whisky. Obrót odbywa się za pośrednictwem domów aukcyjnych wyspecjalizowanych tylko w sprzedaży alkoholi lub w domach aukcyjnych mających zdecydowanie szerszą ofertę inwestycji alternatywnych. Najważniejsze z nich to Whisky Auction, Scotch Whisky Auctions, Sotheby's, Christie's, Bonhmans i McTear's[181].

Dużo skromniejszą skalę niż rynki win i whisky mają pozostałe rynki popularnych alkoholi inwestycyjnych. W przypadku szampana wiąże się to ściśle z regionalnym ograniczeniem producentów do regionu francuskiej Szampanii. Wśród najznamienitszych marek można wymienić Dom Perignon, Alfred Gratien, Ayala, Billecart-Salomon, Bollinger, Canard-Duchene, Charles Heidsieck, Cristal Roeder, Cuuves, Deutz & Geldermann, Drappier, Heidsieck & Co., Monopole, Henriot, Jacquesson, Krug, Lanson Pere et Fils, Laurent-Perrier, Louis Roederer, Moet et Chandon, GH Mumm, Oerrier-Jouet, Joseph Perrier, Piper Heidsieck, Pol Roger, Pommery & Greno, Ch. & A. Prieur, Louis Roederer, Ruinart, Taittinger oraz Veuve Cliquot-Ponsardin. Szampany posiadają swój własny indeks na giełdzie Liv-ex. Jest to Liv-ex Champagne 50. W latach 2005–2015 cena szampanów inwestycyjnych wzrosła o 137%[182]. Podobne ograniczenie terytorialne dotyczy produkcji innego z alkoholi inwestycyjnych – koniaku. Nazwa *cognac* jest w Unii Europejskiej zastrzeżona wyłącznie dla produktów zlokalizowanych wokół miejscowości Cognac w regionie Charent we Francji. Aukcje koniaków ze względu na skromną produkcję są rzadsze, ale potrafią kończyć się wyjątkowymi wynikami. Gautier Cognac osiągnął na aukcji cenę 59,5 tys. dolarów, Hennessy Beaute du Siecle cenę 170 tys. euro, a rekordowy Henry IV Dudognon Heritage Cognac astronomiczną cenę 2 mln

[179] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 92.
[180] E. Helman-Pazdej, op. cit., s. 63.
[181] K. Borowski, *Rynek inwestycji emocjonalnych*, op. cit., s. 92.
[182] Ibidem, s. 76–77.

dolarów[183]. Należy jednak zwrócić uwagę, że często tak wysokie ceny wiążą się z materiałami użytymi do wystroju butelki – diamentami, rubinami, złotem.

Kolejnym rynkiem, który zyskuje na popularności w ostatnich latach jest **rynek samochodów kolekcjonerskich**. Zdecydowanie wpisuje się on w segment inwestycji emocjonalnych poprzez swoje specyficzne cechy. Unikatowe modele i rozwiązania techniczne, ograniczona dostępność, indywidulana historia poszczególnych egzemplarzy, oparta na ich rajdowych osiągnięciach lub wyjątkowych właścicielach, tworzą – zwłaszcza dla osób związanych z motoryzacją – doskonałą okazję do połączenia swoich pasji z możliwością alokacji kapitału. Samochody kolekcjonerskie (*collector cars*) popularnie nazywa się także samochodami klasycznymi (*classic cars*). Największe uznanie wśród inwestorów wzbudzają zwykle marki najbardziej luksusowe, takie jak: Ferrari, Porsche, Bugatti, Rolls-Royce, Aston Martin, Bentley, BMW, Jaguar, Mercedes-Benz[184]. Poza nimi wyjątkową pozycję na rynku zajmować mogą bardziej niszowe auta, ale reprezentowane przez wyjątkowo rzadkie modele. Niedostępność na rynku i wyjątkowa cena poszczególnych egzemplarzy może wynikać z przynależności do następujących kategorii:

- samochody produkowane w niewielkiej liczbie, krótkie serie produkcyjne, prototypy pojazdów, które nigdy nie trafiły do masowej produkcji,
- auta krótkich serii tworzone przez studia designu samochodowego,
- auta zabytkowe, nieliczne zachowane modele w najlepszym stanie technicznym,
- limitowane serie, w szczególności supersamochody prestiżowych producentów,
- limitowane serie o rzadkich rozwiązaniach technicznych,
- samochody marzeń, wyjątkowo drogie egzemplarze produkowane dla elit,
- auta oryginalne, ocalałe – samochody odnalezione po latach bez stanu używalności,
- samochody z historią – uczestniczyły w ważnych wydarzeniach historycznych lub należały do znanych postaci[185].

Doskonałe dowody na realność powyższych kategorii przynoszą wyniki osiągane na rynku aukcyjnym. Bentley Six Speed z 1930 roku, który wygrał wyścig Double Twelve oraz

---

[183] Ibidem, s. 79–83.
[184] M. Kalmus, *Inwestycje w samochody kolekcjonerskie jako inwestycja w pasje*, w: *Inwestowanie alternatywne*, op. cit., s. 95.
[185] J. Czernak, K. Fijałek, *Inwestycje w auta kolekcjonerskie jako przykład inwestycji emocjonalnych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 3 (50), 2016, s. 11–12.

zajął drugą pozycję w wyścigu na torze Le Mans został sprzedany w 2004 roku za 4,2 mln euro; egzemplarz DB5, identyczny jak grający w filmie *Goldfinger*, sprzedano w 2006 roku za 2,1 mln dolarów; Cadillac Town Car, należący do Ala Capone w 2006 roku sprzedano za 621,5 tys. dolarów; 40-sztukowe Ferrari 250 GTO z 1962 roku w 1990 wylicytowano za 16,6 mln dolarów[186].

Rynek samochodów kolekcjonerskich doczekał się także swoich indeksów. Najsłynniejsze to HAGI – stworzony przez instytucję badawczą Historic Automobile Group International oraz Hagerty Blue Chip – założony przez firmę ubezpieczeniową Hagerty, specjalizującą się w ubezpieczaniu samochodów zabytkowych. Każdy z nich posiada swoje subindeksy odpowiedzialne za konkretne marki aut, kategorie wiekowe lub państwa pochodzenia: HAGI – HAGI F (samochody Ferrari), HAGI P (samochody Porsche), HAGI Top ex. P&F (szeroki wskaźnik marek poza Ferrari i Porsche), HAGI MBCI (samochody Mercedes-Benz); Hagerty – British Cars, Index od Ferrari, Muscle Cars, German Collectibles, 1950s American, Affordable Classic.

Inwestorzy na tym rynku, podobnie jak na innych rynkach emocjonalnych, korzystają z pośrednictwa i fachowego doradztwa domów aukcyjnych. Oprócz wszechstronnych Sotheby's i Christie's działają również ośrodki wyspecjalizowane w obrocie samochodami kolekcjonerskimi, takie jak RM Auctions, Bonhams, Gooding & Company, Mecum, Barret-Jackson, Russo & Steele, Silver Auctions, Dan Kruse Classics[187].

Na rynku polskim popularnością cieszyły się pierwotnie klasyki krajowej produkcji – rzadkie typy Syren, Polonezów lub Fiaty w wyjątkowych stanach zachowania. Obecnie wraz z bogaceniem się społeczeństwa rodzimi kolekcjonerzy konkurują ze światowymi o najbardziej uznane marki. W rękach polskich właścicieli w 2015 roku było 50 tys. samochodów kolekcjonerskich. Rynek rozwijał się na poziomie 30% rok do roku[188].

Powyższe scharakteryzowanie rynków i inwestycji emocjonalnych jest z konieczności syntetyczne. Ich zbiór jest praktycznie nieograniczony. Opierają się one na wytworach techniki i kultury ludzkiej, która podlega ciągłej ewolucji i rozwojowi. Emocje, związane z pragnieniem

---

[186] K. Borowski, *Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej – rynek przedmiotów kolekcjonerskich*, w: *Inwestycje* alternatywne, op. cit., s. 244.
[187] M. Kalmus, op. cit., s. 100.
[188] *Rośnie rynek samochodów kolekcjonerskich w Polsce*, https://www.forbes.pl/auto/rosnie-rynek-samochodow-kolekcjonerskich-w-polsce/1fq9k19 [dostęp 31.12.2019].

posiadania rzeczy niezwykłych, unikatowych, dających właścicielowi wyjątkowość i prestiż, stały się silnym impulsem do rozwoju rynków mających stanowić alternatywę lub dywersyfikację dla rynków klasycznych. Problem w zdefiniowaniu i klasyfikacji rynków staje się jeszcze bardziej jaskrawy w obliczu zderzenia literatury przedmiotu z realną oceną inwestorów. Jak już wspomniano, rynki tradycyjnie uważane za rynki alternatywne, takie jak Forex czy rynek nieruchomości, stanowią dzisiaj podstawę portfela na równi z akcjami i obligacjami. Należy podkreślić, że główną rolę w tej ocenie pełnią jednak inwestorzy indywidualni. Globalne fundusze inwestycyjne i banki mają inne spojrzenie na inwestycje w wino, diamenty lub stare samochody, niż osoby prywatne.

Nowa klasyfikacja inwestycji zaproponowana przez autora odchodzi od większości podziałów wcześniej proponowanych. Definiowanie inwestycji alternatywnej poprzez wskazywanie, czym ona nie jest, stało często w niezgodzie z tempem zmian gospodarczych i ewolucją rynków. Pewne sprzeczności miały miejsce również podczas tworzenia katalogów zawierających poszczególne typy inwestycji. Szczególnie ważne w tym wypadku były dwa powody. Po pierwsze, inwestycji nazwanych alternatywnymi dokonuje się często na rynkach klasycznych. Po drugie, na bazie aktywów rzeczowych tworzy się instrumenty finansowe. Te wewnętrzne sprzeczności utrudniają klasyfikację inwestycji na klasyczne i alternatywne. Na te problemy nakłada się istnienie inwestycji emocjonalnych, często pomijanych lub pozostawianych na obrzeżu analizy, a w odbiorze aktywnych inwestorów stanowiących *crème de la crème* inwestycji alternatywnych.

Podczas analizy piśmiennictwa autor spotkał się także z odmiennymi podejściami świata nauki. Pojawiły się tezy o utożsamianiu inwestycji emocjonalnych z inwestycjami rzeczowymi i tworzeniem ich jak najszerszego katalogu. Granice te są jednak płynne. Nie można ich wyznaczyć, wskazując tylko konkretne rynki. Przykładowo, inwestycje na rynku diamentów mogą w wyjątkowych przypadkach wiązać się z emocjami, ale nie muszą. W wielu podobnych przypadkach to cechy konkretnego przedmiotu i podejście inwestora będą decydujące.

Biorąc pod uwagę wyraźną specyfikę inwestycji w aktywa rzeczowe w odróżnieniu od aktywów finansowych, autor na niej oparł główną oś klasyfikacji rodzajów inwestycji. W ramach inwestycji rzeczowych zostały ujęte i wyraźnie zaakcentowane inwestycje emocjonalne. Omówienie przykładowych rynków pomaga zrozumieć specyfikę tych inwestycji i dostrzec płynną, ale jednak istniejącą granicę pomiędzy nimi. Odrębne przedstawienie rynków

emocjonalnych, tradycyjnie zwanych alternatywnymi, również nie jest przypadkowe. Specyficzne ich cechy są zdecydowanie bardziej widoczne przy ich bliższym omówieniu.

Inwestycje emocjonalne w ostatnim okresie przeżywają zdecydowany rozkwit, który rozpoczął się podczas kryzysu w latach 2007–2009, ale nie zatrzymał w fazie późniejszej hossy na giełdzie. Wzrosty cen w obliczu coraz słabszych danych gospodarczych bywają zwiastunem perturbacji na głównych rynkach finansowych, co może być kolejnym impulsem dla rozwoju rynków emocjonalnych lub szerzej – rzeczowych. Stale postępuje profesjonalizacja obrotu na rynkach emocjonalnych, kiedyś uważanych za niszowe, przeznaczone dla koneserów. Na większości ważnych rynków emocjonalnych powstały odpowiednie narzędzia wspomagające inwestorów i umożliwiające bieżącą ocenę sytuacji rynkowej. Indeksy win, szampanów, samochodów tworzą w różnych miejscach świata firmy specjalistyczne, instytucje badawcze czy też zaawansowani inwestorzy.

Na polskim rynku inwestycji emocjonalnych, pomimo jego szybkiego rozwoju, nie ma zbyt wielu narzędzi pozwalających na jego bieżącą analizę. Jednym z istotniejszych segmentów tego rynku w ostatnich latach stała się numizmatyka. Jest to jak najbardziej typowa inwestycja w pasję, często w światowych badaniach zestawiana z inwestycjami w wina czy w sztukę. To właśnie specyfika rynku numizmatycznego, zasady na nim panujące oraz narzędzia służące jego badaniu będą przedmiotem kolejnych rozdziałów rozprawy.

Rozdział 2
Numizmatyka jako inwestycja alternatywna

2.1. Narodziny numizmatyki oraz historia polskiego mennictwa

Właściwe określenie przedmiotu badań związanych z numizmatyką w kontekście inwestycyjnym wymaga interdyscyplinarnego podejścia ze strony badacza. Ekonomista musi zagłębić się w nauki historyczne, aby w pełni zrozumieć kontekst analizowanej tematyki. Zdefiniowanie numizmatyki, jak i ukazanie jej rozwoju, jest nieodłącznie związane z narodzinami oraz ewolucją pieniądza. Historyczne monety, zanim stały się przedmiotem obrotu na rynkach inwestycyjnych jako obiekty kolekcjonerskie, miały za sobą kilkutysiącletnią obecność w dziejach ludzkości. Zajmująca się nimi numizmatyka wykształciła żargon, który należy przedstawić przed przeprowadzeniem badań empirycznych. Kolejnym niezbędnym elementem wymagającym charakterystyki jest współczesna organizacja rynku numizmatów w Polsce będąca bezpośrednio wytworem przemian społeczno-gospodarczych wynikających z wprowadzenia systemu gospodarki kapitalistycznej. Koniec pierwszej dekady dwudziestego pierwszego wieku przyniósł na tym polu znaczące zmiany wynikające z informatyzacji i przeniesienia większości transakcji do sieci. Charakterystyka rynku jest niezbędnym elementem analizy inwestycji w numizmaty jako inwestycji alternatywnej. Obrót przedmiotami kolekcjonerskimi w Polsce podlega specyficznym przepisom prawnym i podatkowym, które mogą być niezwykle istotne dla potencjalnego inwestora. Aspekty te zostaną omówione w niniejszym rozdziale rozprawy.

Ryszard Kiersnowski zdefiniował **numizmatykę** jako naukę o monetach w charakterze zabytków historycznych, będących jednym ze źródeł poznania historycznego. Tym samym sklasyfikował ją w grupie dyscyplin źródłoznawczych określanych tradycyjną nazwą nauk pomocniczych historii[189]. Sam termin wywodzi się od greckiego *nòmisma* oznaczającego monetę, pochodzącego od *nomòs* (prawo lub zwyczaj). Nazwa ta definiuje zadanie pieniądza, jakim jest normatywna działalność w społeczeństwie posługującym się monetą[190]. W ramach niniejszych prac badawczych szczególnie ważne jest jednak inne spojrzenie na numizmatykę,

---

[189] H. Fiedorow-Dawydow, *Monety opowiadają o historii*, PWN, Warszawa 1966, s. 8.
[190] J. Szymański, *Nauki pomocnicze historii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 550.

a mianowicie rozpatrywanie jej jako **kolekcjonowanie dawnych i współczesnych monet oraz pieniężnych znaków papierowych**[191]. Ta druga definicja funkcjonowała chronologicznie jako pierwotna. Naukowe podejście do badań nad monetą pojawiło się kilkaset lat później. Podobną drogę rozwoju przeszła archeologia, która wyrosła z zamiłowania do starożytności i propagowana była przez kolekcjonerów-amatorów[192].

Pochodzenie pieniądza ściśle wiąże się z genezą handlu. Pojawił się on na arenie dziejów, gdy osiadłe plemiona wygenerowały odpowiednie nadwyżki dóbr i przejawiły chęć do wymiany ich na inne, rzadziej u nich występujące artykuły. Rozwój wymiany nie występował równomiernie. Szczególnie sprzyjały jej okolice nadmorskie ze względu na duże urozmaicenie surowców, zwłaszcza gdy towarzyszyły im znaczne obszary nizin lub góry. Jeden z ciekawszych sposobów wymiany opisał Herodot. Pisarz przytoczył scenę, gdy kupcy kartagińscy, przepłynąwszy Słupy Heraklesa, docierali do wybrzeży dzisiejszej Gwinei. Po czym zostawiali swoje towary na lądzie i oddalali się w głąb morza. Gdy wracali, w miejscu pozostawionych towarów odnajdywali zapłatę w postaci złotego piasku[193]. Był to interesujący rodzaj wymiany, choć oczywiście niejedyny. Najczęściej jednak dokonywano przekazania produktów podczas tradycyjnych spotkań, a nie w postaci wyżej opisanego przykładu tzw. **handlu niemego**.

Stopniowo, w miarę intensyfikacji wymiany i zwiększania jej zasięgu terytorialnego, zaczęły pojawiać się artykuły stanowiące ekwiwalent wartości pozostałych przedmiotów[194]. Zwykle wybierano do tej roli towary powszechnie użytkowane o określonej wartości dla wszystkich odbiorców. W ten sposób powstały tzw. **płacidła**. Do ich najpopularniejszych postaci z pewnością zaliczyć można sól, skóry, bydło, futra, płótna, muszle, ziarno, miód oraz niewolników. Na Słowiańszczyźnie wykorzystywano w tym celu tkane chusteczki lniane, nazywane płatkami. To właśnie od nich pochodzi dzisiejsze słowo **płacić**. Pozostałości tej epoki w dziejach wymiany odnajdujemy w nazewnictwie związanym z pieniądzem – rzymskie słowo *pecunia* (pieniądz) bezpośrednio wiąże się z *pectus* (bydłem), podobnie jak rupia w Indiach[195].

---

[191] Z. Żabiński, *Zagadnienia prawne numizmatyki*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne, Warszawa 1971, s. 6.
[192] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 13.
[193] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza na świecie*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1986, s. 7.
[194] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 33.
[195] G. Horoszko, *Od płacideł do kart kredytowych*, Muzeum Narodowe w Szczecinie, Szczecin 2011, s. 3.

Obok towarów wymiennych zaczął pojawiać się kruszec – metale szlachetne w postaci srebra, złota oraz elektronu. Były one łatwe w transporcie, nie ulegały zepsuciu, zajmowały mało powierzchni, przez co coraz wyżej ceniono ich użyteczność. Transakcje rozliczano już nie tylko w postaci wymiany towarów, ale także poprzez wykorzystanie pieniądza towarowego, kruszcu oraz ostatecznie pieniądza kruszcowego[196].

Narodziny **pieniądza kruszcowego** interesowały już starożytnych. Arystoteles głosił w tym kontekście teorię odległości. Zgodnie z jego słowami, gdy mieszkańcy jednego kraju stawali się bardziej zależni od mieszkańców innego kraju i gdy to, co im było potrzebne przywozili, a nadmiar wywozili, z konieczności zaczęto się posługiwać pieniądzem. Poszczególne przedmioty bowiem codziennego użytku nie dadzą się łatwo transportować[197].

Konkurencyjna teoria głosi powiązanie pieniądza z darami świątynnymi składanymi bóstwom. Zamiast zwierząt oddawano ich równowartość w formie kruszcu, zwykle w postaci już gotowych, jednakowych krążków, przygotowywanych przez kapłanów i często ozdabianych odpowiednimi symbolami. Z pewnością rola mistycyzmu w wybijaniu monet była ważna. Umieszczane na nich wizerunki bóstw miały być gwarantem dobrej próby i właściwej wagi monety[198]. Początki mennictwa były na tyle istotne dla Rzymian, że stworzyli mit, aby wyjaśnić jego genezę. Głosił on, że pierwsze monety z wyobrażeniem głowy byka o dwóch obliczach oraz rufą statku wybił Janus na cześć boga czasu – Saturna, który przypłynął na statku z Krety do Italii[199].

Monety powstały w wyniku znakowania odważonych bryłek kruszcu. Pierwotnie znaki tworzyli poborcy świątynni, uznani kupcy lub złotnicy. Wybity symbol potwierdzał odpowiednią wagę i skład metalu. Najstarsza taka moneta prywatna pochodzi od złotnika Fanesa z Efezu z siódemgo wieku p.n.e. Pierwsze monety w kręgu cywilizacji greckiej wybił Gyges (687–652 r. p.n.e.), król Lidii. Wyrabiane były z wyjątkowego stopu złota i srebra, czyli elektronu. Dalszy rozwój lidyjskiego mennictwa nastąpił za czasów Alayttesa (606–561 r. p.n.e.) oraz jego syna Krezusa (560–546 r. p.n.e.), którzy wprowadzili bimetaliczny system monetarny. Niezależnie od dokonań Lidyjczyków, monety srebrne w podobnym czasie wybił

---

[196] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, *Historia monetarna Polski*, Twigger, Warszawa 2003, s.15.
[197] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 19.
[198] J. A. Szwagrzyk, *Portrety na monetach i banknotach polskich*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1980, s. 7.
[199] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 40.

Fejdon z Argolidy[200]. Monety pojawiły się nie tylko w europejskim kręgu kulturowym. Ich odpowiedniki powstały również w Indiach oraz Chinach prawdopodobnie już w początkach pierwszego tysiąclecia p.n.e.[201]

Mennictwo rozwinęło się na całym terenie Grecji. W miastach-państwach powstały setki mennic, których wytwory docierały do wszystkich sąsiednich krajów. Z ich wzorców korzystali Rzymianie, bijąc monety za czasów republiki, a następnie w trakcie trwania Cesarstwa Rzymskiego. Władcy określali obowiązujące standardy kruszcu. Tworzyli jednostki monetarne i całe ich systemy. Oznaczali warunki ich obiegu, a monety, gdy tylko trafiały do rąk ludności, rozpoczynały swoje własne życie, często niezależne od woli i zamierzeń emitenta, posłuszne prawom ekonomicznym i wierne społecznej rzeczywistości[202]. Bogate mennictwo greckie, rzymskie i wczesnośredniowieczne nie jest jednak tematem niniejszej rozprawy, choć wiele z ówczesnych aspektów zachowało się po dziś dzień, zwłaszcza w warstwie językowej. Z Rzymu wywodzi się sama nazwa **moneta**. Pierwotne jej znaczenie nie jest całkiem jasne. Najprawdopodobniej pochodzi od przydomka bogini Junony, zwanej Monetą. W jej świątyni na Kapitolu mieściła się najdawniejsza mennica rzymska, czynna już od czwartego wieku p.n.e.[203]

Pierwsze polskie monety to dalecy potomkowie rzymskich denarów, wprowadzonych już podczas II wojny punickiej. Stały się one podstawowymi monetami republiki, Cesarstwa Rzymskiego, a z inicjatywy Karola Wielkiego rozpowszechniły się na całą Europę średniowieczną[204]. Związki z pradawnymi czasami epoki przedmonetarnej odczytać można w odnajdywanych w Polsce arabskich dirhemach, nawiązujących do greckich drachm, których pierwotne nazewnictwo wynikało z pojęcia drachmy jako garści sześciu dzid, dających się objąć dłonią. Polska moneta **obol** miała również swój odpowiednik w tych czasach. Spartański prawodawca Likurg wprowadził pieniądz żelazny w formie żelaznej dzidy nazywanej *obolos*[205]. Mennictwo polskie czerpało obficie z tych źródeł i od samego początku było elementem ogólnoeuropejskiego systemu monetarnego.

---

[200] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 23–24.
[201] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 41.
[202] R. Kiersnowski, *Moneta – świadek historii*, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Zarząd Główny, Warszawa 2006, s. 3.
[203] R. Kiersnowski, *Początki pieniądza polskiego*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1962, s. 32.
[204] A. Mikołajczyk, *Leksykon numizmatyczny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Łódź 1994, s. 69–70.
[205] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 21.

Moneta na ziemiach polskich pojawiła się niewiele później niż w basenie Morza Śródziemnego. Najstarszymi ze znalezisk są na omawianym obszarze monety greckie z czwartego wieku p.n.e. Napłynęły one jednak w bardzo małych ilościach i ich odkrycia są bardzo rzadkie. W połowie trzeciego wieku p.n.e. Celtowie wschodni rozpoczęli bicie monet na terenach Czech i Polski. Naśladowali statery greckie, zwłaszcza Aleksandra Wielkiego. W okresie późniejszym bili już monety według własnych projektów, tzw. barbarzyńskie[206]. Wraz z nielicznymi monetami republiki rzymskiej były to pierwsze monety na ziemiach polskich.

Po odejściu Celtów wymianę handlową z Rzymianami nawiązali Słowianie. Nastąpił ogromny napływ monet Cesarstwa Rzymskiego, szczególnie za czasów Domicjana, Trajana, Hadriana i Antonina Piusa. Po upadku Rzymu nastał poważny regres w europejskich stosunkach handlowych. Moneta wybijana przez wodzów czy też królów państw germańskich miała często charakter jedynie prestiżowy i w swej formie stanowiła naśladownictwo monet rzymskich. Mniejsze transakcje zawierano w postaci wymiany towarów. Wybijano także monety złote, których codzienna użyteczność była jednak znikoma[207].

Odnowienie masowego obrotu pieniężnego wiąże się z ekspansją trzech ośrodków politycznych. W Europie Zachodniej szeroką reformę monetarną wprowadził Karol Wielki (768–814). Podstawową jednostką stał się srebrny denar, będący kontynuacją rzymskich monet. Jego następcy po podziale Cesarstwa Rzymskiego rozpowszechnili bicie denarów na pozostałe kraje europejskie[208].

Inną drogą poszło Cesarstwo Bizantyjskie, które oprócz monet srebrnych kontynuowało wybijanie monet złotych w postaci solidów, wprowadzonych już w 310 roku przez Konstantyna Wielkiego. Stały się one jednymi z najdłużej wybijanych monet. Ich historia liczy ponad tysiąc lat[209].

Trzeci ośrodek ekspansji politycznej i gospodarczej stworzyli Arabowie. To właśnie ich srebrne dirhemy napłynęły szeroką falą na polskie ziemie. Docierały one od pierwszej połowy dziewiątego wieku okrężną trasą przez Ruś i wybrzeże Morza Bałtyckiego[210]. Dirhemy ważyły

---

[206] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety polskiej*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1974, s. 14.
[207] S. Suchodolski, *Moneta i obrót pieniężny w Europie Zachodniej*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1982, s. 172–173.
[208] A. Mikołajczyk, *Leksykon numizmatyczny*, op. cit., s. 70.
[209] S. Suchodolski, *Moneta i obrót...*, op. cit., s. 16.
[210] R. Kiersnowski, *Początki pieniądza polskiego*, op. cit., s. 44–45.

od 2,9 do 3,5 grama. Na terenie Polski odnaleziono około 30 tys. sztuk, co świadczy o skali ich występowania. Ich napływ ustał w okresie między 960 a 980 rokiem. Wiązało się to ze znaczną konkurencją ze strony pieniędzy germańskich[211]. Nim pojawiła się polska moneta, kraj wypełnił się monetami państw z całej Europy. O polski rynek rywalizowały kraje niemieckie oraz Czechy. Pieniądze płynęły z mennic w Ratyzbonie, Magdeburgu i Kolonii. Kontakty z państwem duńskim pociągnęły za sobą napływ monet skandynawskich oraz angielskich. Te ostatnie pojawiły się nie ze względu na bezpośrednie kontakty handlowe z Polską, ale w wyniku egzekwowania ogromnych danin przez władców duńskich od mieszkańców Wysp Brytyjskich, zwanych *danegeld*[212].

Po epokach pieniądza obcego – monetach greckich, rzymskich, celtyckich, arabskich, niemieckich, czeskich, angielskich czy też skandynawskich, nadszedł czas na **narodziny polskiej monety**. Jej geneza jest jednak problematyczna do ustalenia. Najnowsze badania przeprowadzone przez Stanisława Suchodolskiego, wybitnego znawcę początków mennictwa polskiego, doprowadziły do znaczących zmian w dotychczasowej wiedzy na temat pierwszych polskich znaków pieniężnych. Za najstarsze rodzime monety uważano do tej pory denary Mieszka I. Były one wyjątkowym symbolem łączonym z chrztem Polski oraz powstaniem polskiej państwowości. Wyniki analiz kilkudziesięciu stanowisk archeologicznych wskazały, iż odnajdywane skarby były datowane na okres późniejszy niż panowanie pierwszego księcia. Żaden z nich nie został ukryty w czasie jego rządów. Ustalono, że są nawet młodsze niż znaleziska z czasów Bolesława Chrobrego[213]. S. Suchodolski monety dotychczas powiązywane z okresem Mieszka I przypisał jego wnukowi Mieszkowi II z założeniem, że bił je już jako książę za życia swojego ojca – Bolesława Chrobrego. Kolejne odkrycia z ostatnich lat przyniosły nowe argumenty na poparcie wyników tych badań. Teza o późniejszym pochodzeniu polskiego mennictwa z oporem została zaakceptowana przez innych badaczy i weszła tym samym do literatury fachowej[214]. W związku z tym, iż większość dostępnych prac numizmatyków jest starsza niż wyniki badań S. Suchodolskiego, to panuje w nich pogląd

---

[211] J. Kurpiewski, *Zarys historii pieniądza polskiego*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1988, s. 10.
[212] R. Kiersnowski, *Początki pieniądza polskiego*, op. cit., s. 65–66.
[213] S. Suchodolski, *Spór o początki mennictwa w Czechach i Polsce*, „Wiadomości Numizmatyczne", nr 42, 1998, s. 5–6.
[214] S. Suchodolski, *Początki polskiego mennictwa w świetle najnowszych badań*, „Slavia Antiqua", nr 60, 2019, s. 197.

o denarach wybitych przez Mieszka I. Niektóre ze współczesnych publikacji również zawierają tradycyjne spojrzenie na tę sprawę. Do najpopularniejszych z nich zaliczyć można książki Józefa Andrzeja Szwagrzyka, Henryka Cywińskiego, Janusza Kurpiewskiego, Zbigniewa Żabińskiego, Tadeusza Kałkowskiego oraz Władysława Terleckiego. Marian Kowalski już w swojej pracy z lat 80. ubiegłego wieku zasugerował problematyczność pochodzenia pierwszych polskich monet, lecz – jak to ujął – „dla uproszczenia" pozostawił ich przypisanie pierwszemu polskiemu księciu[215]. Uwzględniając powyższe badania, obecnie za **najstarszą polską monetę** uważa się denara z czasów Bolesława Chrobrego z wizerunkiem strzały wyłaniającej się z pęku sześciu gałązek[216]. W symbolice chrześcijańskiej oznacza to nawiązanie do Słowa Bożego i Drzewa Życia. Wiek monety potwierdzają także najnowsze odkrycia archeologiczne z terenów Rajskowa w Kaliszu oraz Garska pod Koszalinem[217].

Mennictwo pierwszych Piastów było ograniczone ze względu na brak dostępnych surowców. Monety wybijano ze srebra pozyskiwanego z pieniędzy zagranicznych. Zachowanie wysokich norm wagowych czyniło taką działalność nieopłacalną. Symbolika denarów powiązana z najważniejszymi wydarzeniami z życia państwa czyniła z nich element propagandy i budowy autorytetu monarszego. Nie były to nowe wpływy kształtujące mennictwo. Taką rolę odziaływania pieniądza wykorzystywali już na masową skalę cesarze rzymscy[218]. Rozmiary produkcji menniczej Bolesława Chrobrego szacuje się na około 120–200 tys. monet, które wybito ze 150–250 kg srebra[219]. Biorąc jednak pod uwagę długość panowania władcy oraz liczbę ludności przekraczającą 1 mln, to widać, iż nakłady te były skromne i nie mogły zaspokoić zapotrzebowania na pieniądz. Monety Chrobrego miały ważny charakter demonstracyjny. Wybijane były także dla podkreślenia sukcesów monarchy z okazji pielgrzymki Ottona III do Gniezna, zdobycia Pragi, koronacji w 1025 roku[220]. Nazwa kraju pierwszy raz pojawiła się na denarze *Princes Polonie*, a nazwa ówczesnej stolicy na denarze *Gnezdvn Civitas*. Wizerunek ptaka, widniejący na tych pierwszych, niektórzy autorzy

---

[215] M. Kowalski, *Vademecum kolekcjonera monet i banknotów*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1988, s. 9.
[216] *Poznaj fascynujący świat pieniądza*, Centrum Pieniądza NBP im. Sławomira Skrzypka, Warszawa 2018, s.6.
[217] S. Suchodolski, *Początki polskiego mennictwa…*, op. cit., s. 199.
[218] P. Madajski, *Świadectwa numizmatyczne w badaniach nad charyzmatycznym aspektem władzy cesarzy rzymskich*, w: *Świat starożytny, jego polscy badacze i kult panującego*, red. L. Mroziewicz, K. Balbuza, Wydawnictwo Poznańskiego Towarzystwa Przyjaciół Nauk, Poznań 2011, s. 313–324.
[219] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit. s. 23.
[220] W. Terlecki, *Moneta zabytkowa*, „Ochrona Zabytków", t. 10, nr 2 (37), 1957, s. 125.

interpretują jako orła piastowskiego, choć w ostatnich latach popularniejszy jest pogląd, że jest to wizerunek pawia[221]. Monety wybijano w specyficzny sposób. Nie dbano o identyczność wagową egzemplarzy, tylko o to, aby wybić określoną liczbę sztuk z jednego funta srebra, zgodnie z zasadą ***al marco***[222]. Równolegle z początkami rodzimego mennictwa zmieniało się podejście społeczeństwa do monety. Wcześniej, gdy napływała w ramach wymiany handlowej, przestawała być w rozumieniu użytkowników monetą, a stawała się krążkiem kruszcu. Około połowy jedenastego wieku monety poczęły zachowywać swój pierwotny charakter[223].

Po chwilowym osłabieniu polskiej państwowości za czasów Mieszka II i Kazimierza Odnowiciela nastąpiły rządy Bolesława Śmiałego. W krajowym mennictwie nastąpiła rewolucja. Produkcja monet stała się masowa. Celem monarchy było zawładnięcie rynkiem pieniężnym. Liczbę odmian stemplowych z tego okresu szacuje się na ponad tysiąc, natomiast liczbę monet – na kilka mln egzemplarzy[224]. Monety Śmiałego były zdecydowanie lżejsze od monet Chrobrego. Gorsza była też próba srebra. Domieszki miedzi sięgały nawet 50% stopu. Monarcha rozpoczął czerpanie zysków z emisji pieniądza[225].

Władysław Herman kontynuował masową produkcję menniczą. Znanych jest ponad 170 odmian jego denarów o nieco lepszej próbie srebra niż monety jego poprzednika[226]. Książę był jednak słabym władcą, podatnym na wpływy możnych i niesamodzielnym. Kluczową rolę w państwie odgrywał palatyn Sieciech. Z jego działaniami i pozycją wiąże się niezwykle ciekawe, z perspektywy numizmatycznej, wybicie pierwszych **monet prywatnych**. Sieciech, dążąc prawdopodobnie do przejęcia władzy w państwie i pragnąc podkreślić swoją niezależną pozycję, wybił dwa rodzaje denarów z napisami *Zeteh* i *Palati*[227].

Czasy Bolesława Krzywoustego przyniosły nowy typ monety. Wybił on tzw. **brakteaty**. Były to denary bite jednostronnie na większej, lecz cieńszej blaszce. Władca miał prawdopodobnie możliwość zapoznać się z podobnymi okazami na sejmie Rzeszy

---

[221] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 38–40.
[222] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit., s. 23.
[223] R. Kiersnowski, *Początki pieniądza polskiego*, op. cit., s. 75.
[224] J. Kurpiewski, op. cit., s. 14.
[225] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza polskiego*, Ludowa Spółdzielnia Wydawnicza, Warszawa 1982, s. 13.
[226] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach polskich X–XX w.*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1990, s. 23.
[227] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 50–51.

w Magdeburgu w 1135 roku. Na jednej z jego monet pojawia się pełna nazwa rodzaju monety – *denarivs*.

Rozbicie dzielnicowe, będące efektem testamentu Krzywoustego, przyniosło bogaty rozwój mennictwa poszczególnych książąt. Ze względu na ograniczenie legend na krążkach i częste powtarzanie się imion wśród Piastów, część z monet pozostaje nierozpoznana do dziś. Do mennictwa Polski w okresie rozbicia dzielnicowego zaliczyć można monety Władysława Wygnańca, Bolesława Kędzierzawego, Mieszka Starego, Kazimierza Sprawiedliwego, Oda (syna Mieszka Starego), Mieszka Juniora (syna Mieszka Starego), Leszka (syna Bolesława Kędzierzawego), Bolesława (syna Mieszka Starego), Władysława Odonica, Leszka Białego, Konrada I, Władysława Laskonogiego, Bolesława Wstydliwego, Leszka Czarnego, Bolka Wysokiego, Mieszka Plątonogiego, Henryka Brodatego, Henryka Pobożnego, Henryka Probusa, Przemysła I, Bolesława Pobożnego oraz Przemysła II[228]. Z tego okresu warta jest podkreślenia działalność Mieszka Starego, w związku z którą nastąpiło szczególne pogorszenie jakości monety. W ciągu jego kilkuletniego panowania jej wartość obniżyła się o 50%[229]. Wpisał się on też w zachodnioeuropejską tendencję do częstej wymiany monety, w wyniku czego przy każdej takiej wymianie ludność dostawała albo mniejszą liczbę nowych monet za dotychczasowe pieniądze, albo monety gorszej jakości. Taka przymusowa wymiana pieniądza, zwana *renovatio monetae*, za czasów Mieszka Starego przeprowadzana była nawet kilka razy w roku i stała się ostatecznie powodem do buntu możnych przeciwko księciu-seniorowi[230].

Europa Zachodnia na przełomie dwunastego i trzynastego wieku przeżywała gwałtowny rozwój miast i handlu. Dotychczas używane monety denarowe stały się zbyt słabą jednostką pieniężną, tym bardziej że z czasem zmniejszała się ich waga i próba. Miasta w Północnych Włoszech stały się prekursorami nowej reformy monetarnej. Wprowadzono grubszą monetę srebrną oraz monetę złotą. Już od 1172 roku Genua wybijała monetę srebrną równą 4 denarom, nazywaną *denarius grossus*. W następnych latach waga monet wzrosła po raz kolejny z 1,5 do 1,7 grama srebra. Wybijano je ponownie w Genui oraz Florencji. W 1202 roku Wenecja rozpoczęła wybijanie monet nazwanych matapanami o wartości 12 denarów. Ten moment uznaje się za **początek okresu groszowego** w mennictwie[231]. Jednak nowe monety zyskały

---

[228] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 31–37.
[229] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 18.
[230] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit., s. 31–32.
[231] Ibidem, s. 42.

popularność dzięki wzorcowi francuskiemu. W połowie trzynastego wieku w Tours wyemitowano *nummi grossi* (pieniądze grube). Tym samym rozpoczęła się ogólnoeuropejska reforma monetarna[232]. Jej drugą częścią składową były monety złote. Bogactwo włoskiego handlu wymagało jeszcze bardziej wartościowych pieniędzy. Prekursorem w tej materii było Królestwo Sycylii. Normanowie wyparli z tych terenów Arabów, ale przejęli od nich tradycję bicia monet z wartościowszego kruszcu. Po przejęciu władzy przez cesarzy niemieckich, Fryderyk II Hohenstauf nakazał wybicie w Palermo złotych monet nazwanych augustalisami. To jednak najbogatsze miasta Północnych Włoch rozpoczęły masowe mennictwo oparte na złocie. Najwcześniej, od 1141 roku, bito takowe w Genui – *genofino d'oro,* w standardzie 3,52 gramy złota na sztukę. Do tego wzoru nawiązały później Florencja, wytwarzając floreny, oraz Wenecja z najbardziej spopularyzowaną złotą monetą – **dukatami**. Nazwa tej ostatniej wywodzi się od widniejącego na niej napisu – *Sit tibi, Christe, datus, quem tu regis iste ducatus* („Niech ci, Chryste, będzie oddane to księstwo, którym rządzisz")[233].

Pierwsze na ziemiach polskich, aczkolwiek nieodgrywające większej roli gospodarczej, grubsze monety wybito już podczas rozbicia dzielnicowego. Władcy śląscy, Henryk Głogowski oraz Bolko Świdnicki, wprowadzili do obiegu **kwartniki** o wadze około 1,7–1,8 grama. Zostały one wyparte z rynku przez grosze czeskie dopiero około 1330 roku. Przełom w mennictwie środkowoeuropejskim dokonał się jednak u południowych sąsiadów. Korzystając z bogatych zasobów srebra w Kutnej Horze, król czeski Wacław II rozpoczął masowe wybijanie **groszy praskich**. Po jego koronacji na króla polskiego w 1300 roku monety te stały się głównym miernikiem wartości na ziemiach polskich aż do połowy piętnastego wieku[234]. Po powrocie do władzy dynastii piastowskiej Władysław Łokietek oparł swój system pieniężny na groszach, ale jako jednostce obrachunkowej o wartości 12 denarów. Sam jednak groszy nie wybijał. Za największą sensację numizmatyczną z okresu jego panowania uznawana jest pierwsza polska złota moneta, ponownie odkryta dopiero w 1847 roku w Bochni pod Krakowem. Obecnie okaz ten, przekazany w darze przez Emeryka Hutten-Czapskiego, znajduje się w Muzeum Narodowym w Krakowie. Współcześnie już wiadomo, iż nie była to jednostkowa moneta. Informacje o innych egzemplarzach znajdują się w testamencie Macieja z Miechowa z 1516

---

[232] J. Kurpiewski, op. cit., s. 21.
[233] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 67.
[234] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 50–51.

roku oraz w relacji Władysława Terleckiego opisującego skarb węgierskich monet odkryty na Wołyniu w 1914 roku[235].

Następca Władysława Łokietka, Kazimierz Wielki, kontynuował proces ujednolicania obiegu monetarnego zgodnie z zasadami ogłoszonymi w statucie wiślickim – „jeden król, jedno prawo, jedna moneta". Obok denarów i kwartników podjął próbę wybicia rodzimych groszy w Krakowie, jednak ze względu na zbyt małe zasoby srebra ostatecznie poprzestał na emisji drobnej monety[236]. Za jego czasów po raz pierwszy pojawiła się moneta wybijana z metalu nieszlachetnego, **miedziana puła** bita dla ziem ruskich[237]. Na kolejną tego typu powszechną emisję przyjdzie czekać kilkaset lat.

Panowanie kolejnych władców z dynastii Andegawenów i Jagiellonów przyniosło kontynuację systemu pieniężnego opartego na groszu. Wybijano denary, ternary, półgrosze, kwartniki. Do handlu zagranicznego stosowano jednak głównie monetę obcą – grosze czeskie, miśnieńskie, dukaty węgierskie oraz dukaty reńskie[238]. W obrocie gospodarczym na ziemiach polskich z końcem piętnastego wieku pojawiła się jednak nowa jednostka pieniężna, ale tylko w roli **obrachunkowej – złoty polski**, równy trzydziestu groszom srebrnym – *florenus in moneta communis*, *florenus polonicalis triginta grossorum computando* lub *mediam sexagenam computando*. Początkowo miała ona równowartość węgierskiej złotej monety. Stan ten utrzymał się tylko przez kilkadziesiąt lat. Próbowano sztucznie utrzymać tę równowagę wprowadzoną uchwałą sejmową *De floreni valore* w 1496 roku. Pomimo groźby nakładanych kar, wartość złotego dukata w przeliczeniu na srebrne grosze szybko wzrastała. Złoty polski przyjął się jednak powszechnie jako obrachunkowa jednostka pieniężna o stałej wartości. W odróżnieniu od niego monety kruszcowe zaczęto nazywać **czerwonymi złotymi**[239]. Jedyną próbą wybicia rodzimych złotych monet przed kolejną reformą monetarną była wyjątkowo nieliczna emisja dukatów Aleksandra Jagiellończyka. Obecnie monety te znane są tylko z przekazów. Dotychczas nie natrafiono na żaden oryginalny egzemplarz, pomimo licznych relacji z przeszłości. Był on opisany w spisie majątku Macieja z Miechowa z 1523 roku, w dziele

---

[235] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 91–92.
[236] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 55.
[237] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit. s. 48.
[238] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 57.
[239] Ibidem, s. 57.

Marcina Kromera z 1589 roku oraz zilustrowany w katalogu Jana Tobiasza Köhlera z 1759 roku[240].

Koniec piętnastego wieku przyniósł w Europie odkrycie bogatych złóż srebra. Dało to impuls to stworzenia nowej, ciężkiej monety srebrnej, mającej wspomóc rozwój handlu międzynarodowego, dla którego dotychczas wybijane pieniądze stanowiły zbyt mały nośnik wartości. Szczególnie ważną rolę w tym procesie odegrała mennica Joachimstahl. Od niej swoją nazwę wywodzi nowa jednostka monetarna *Joachimstahler Grosche*, w skrócie nazywana ***Tahler* (talar)**. Moneta stała się odpowiednikiem złotego dukata. Jej wagę ustalono na 24 gramy srebra[241]. Talar zyskał popularność w wielu krajach, przez co rozpoczęto wybijanie licznych środków płatniczych na jego wzór. Od niego wywodzą się hiszpańskie *pesu*, srebrne korony angielskie, srebrne *écu* francuskie, *scudo* włoskie, piastry wschodnie, ruble rosyjskie oraz różne rodzaje talarów i dolarów[242].

Podwaliny pod reformy systemu pieniężnego w Polsce stworzyli dwaj ekonomiści, Ludwik Jost Decjusz w traktacie *De monetae cussione ratio* (*Traktat o biciu monety*) oraz Mikołaj Kopernik w dziele *Monetae cudendae ratio* (*Rozprawa o urządzeniu monety*)[243]. Podstawową różnicą w ich poglądach było podejście do ewentualnych zysków z bicia monety. Idea Kopernika, aby z nich zrezygnować, ostatecznie przegrała z poglądem Decjusza, że mennictwo winno stanowić źródło dochodów skarbowych[244]. Na bazie postulatów obydwu autorów za panowania Zygmunta Starego wydano szereg aktów prawnych regulujących polskie mennictwo:

- ordynacja mennicza z dnia 15 października 1526 roku – *Ordinatio quorundam monetae generum in officina monetaria Cracoviensi cudendorum*,
- uchwała Sejmu Pruskiego z dnia 17 lipca 1526 roku o unii monetarnej z Polską,
- ordynacja mennicza z dnia 16 lutego 1528 roku rozwijająca zasady ordynacji z 1526 roku i wprowadzająca bicie dukatów[245].

---

[240] J. Kurpiewski, op. cit., s. 28–29.
[241] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 60.
[242] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach polskich*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1981, s. 85.
[243] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 67.
[244] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit. s. 73.
[245] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach...*, op. cit., s. 93.

Efektem reform było wprowadzenie do systemu pieniężnego nowych rodzajów monet, które miały stać się podstawowymi rodzajami pieniędzy na następne kilkaset lat. Zygmunt Stary rozpoczął wybijanie **trojaków**, **szóstaków**, powrócił do srebrnych groszy, kontynuował bicie ternarów i denarów[246]. Jednym z głównych elementów królewskiej reformy było jednak wprowadzenie na rynek monety złotej oraz grubej monety srebrnej. Już w 1528 roku wybito pierwsze **dukaty koronne**, wytworzone na wzór węgierski, o wadze 3,5 grama. Początkowo emisja była niewielka ze względu na brak złota. Zmieniło się to w 1548 roku po uzyskaniu posagu arcyksiężnej Elżbiety z rodu Habsburgów, żony Zygmunta Augusta[247].

Jeszcze rzadsze są pierwsze **polskie talary**. Wybito je w 1533 roku. Przez wiele lat uważano je nawet za falsyfikaty. Możliwe jest także, że były one jedynie monetami próbnymi lub medalami pamiątkowymi[248]. Z istotnych wydarzeń z dziejów numizmatyki tamtego okresu warto wspomnieć o emisji halerzy z czasów, gdy Zygmunt Stary był jeszcze księciem głogowskim. Są to pierwsze polskie monety z widniejącą na nich datą, w tym przypadku – 1506 rokiem[249].

Panowanie Zygmunta Augusta ugruntowało reformy wprowadzone przez jego ojca. Kontynuował on wybijanie monety złotej. Wprowadził nowy rodzaj pieniądza – czworaki. Za jego czasów powstała obiegowa gruba moneta srebrna. W mennicy litewskiej wyemitowano **półkopki**, które można uznać za rodzaj talarów. Niewątpliwą ciekawostką numizmatyczną z epoki panowania Zygmunta Augusta są obce **talary kontrasygnowane** koronowanym monogramem królewskim (kontrmarką). Pochodziły one z tzw. sum neapolitańskich[250]. Trafiły do obiegu z przymusowym kursem w wysokości 60 groszy na opłacenie wojska, z deklaracją ich odkupu w przyszłości[251]. Wyjątkowa była także emisja monet inflanckich wybitych na zamku Dahlholm w związku z koniecznością zapłacenia żołdu najemnym wojskom niemieckim.

---

[246] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 107–109.
[247] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 72.
[248] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach…*, op. cit., s. 94.
[249] J. Kurpiewski, op. cit., s. 33.
[250] Sumy neapolitańskie pochodziły ze zwrotu pożyczki, jakiej udzieliła królowa Bona Filipowi II, królowi Hiszpanii i Neapolu. Wyjeżdżając z Polski w 1556 roku wywiozła z kraju znaczne skarby. Pożyczka wynosiła 430 tysięcy dukatów. Bona Sforza została zamordowana przez swojego dworzanina Jana Wawrzyńca Papacodę z inicjatywy Habsburgów. Jej testament został sfałszowany na ich rzecz. Zygmunt August po wielu latach starań na drodze dyplomatycznej odzyskał część pożyczki. Została ona zwrócona w talarach i półtalarach hiszpańskich i neapolitańskich. To właśnie te monety z kontrmarką polskiego władcy trafiły do obiegu.
[251] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 163.

Wybito wówczas niezwykle dziś rzadkie szelągi, ferdingi, półmarkówki oraz marki inflanckie[252].

Po krótkim panowaniu Henryka de Valois nie pozostały żadne polskie monety, choć swoje francuskie wybijał z tytulaturą króla Polski i do monet z krajem związanych można je zaliczyć. Stefan Batory swoje panowanie rozpoczął od rozprawy z Gdańskiem, negującym jego wybór na króla i popierającym Maksymiliana Habsburga. Oblężenie miasta trwało wiele miesięcy i skutkowało specjalnymi emisjami monet szelągowych, groszy, półtalarów, talarów i dukatów oraz kontrasygnowaniem obcych monet będących w obiegu[253]. **Monety oblężnicze** wyróżniały się obrazem postaci Chrystusa oraz napisem *Defende nos Christe Salvator* („Broń nas Chryste Zbawicielu")[254]. W kolejnych latach król podjął szereg reform menniczych, skutkujących wydaniem przez sejm w 1580 roku nowej ordynacji menniczej. Zmieniono stopę menniczą talarów i półtalarów, ujednolicając je z monetami Rzeszy. Zrównano polski i litewski system pieniężny. Ostatecznie unią monetarną objęto również Inflanty.

Zygmunt III Waza panował w Polsce niezwykle długo. 45 lat jego rządów przyniosło najbogatszą w historii kraju działalność menniczą. Nigdy wcześniej, a zarazem nigdy później, nie miano do czynienia z tak wielką różnorodnością i obfitością pieniądza kruszcowego[255]. Wybijano nowe, dotychczas niespotykane, rodzaje pieniędzy. Komisja mennicza w 1616 roku wprowadziła na rynek **orty**, odpowiedniki **ćwierćtalara**, wzorowane na monetach niemieckich. Początkowo monety te miały wartość 10 groszy, ale szybka dewaluacja drobnej monety zwiększyła ją do 18 groszy. Od 1614 roku rozpoczęto emisję **półtoraków** o wartości półtora grosza. Była to kolejna drobna moneta o niewielkiej zawartości srebra (pierwsze zawierały około 0,74 grama czystego srebra, ale już w 1623 roku zmniejszono jego zawartość do 0,50 grama)[256]. O skali mennictwa Zygmunta III Wazy może świadczyć już sama liczba aktywnych mennic na terenie kraju. Monety koronne wybijano w Olkuszu, Poznaniu, Wschowie, Bydgoszczy, Malborku, Lublinie oraz Krakowie, natomiast monety litewskie w Wilnie. Dodatkowo mennice miejskie emitowały monety ryskie, toruńskie, gdańskie, elbląskie, wschowskie, poznańskie i łobżenickie. Poza krajowymi wybijano lenne monety kurlandzkie

---

[252] J. Kurpiewski, op. cit., s. 40.
[253] J. Parchimowicz, *Monety polskie 1545–1586, 1633–1864*, Wydawnictwo Nefryt, Szczecin 2012, s. 32.
[254] J. Kurpiewski, op. cit., s. 46.
[255] Ibidem, s. 50.
[256] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 94–95.

oraz pruskie, a także szwedzkie z okresu panowania w Skandynawii króla Zygmunta III Wazy i miejskie monety estońskiego miasta Rewal[257]. Mnogość rodzajów monet, miejsc ich emisji oraz ordynacji menniczych doprowadziła do chaosu monetarnego. W szybkim tempie wzrastała cena talarów i dukatów liczona w drobnej monecie. Próbowano zahamować tę tendencję, zakazując zmian cen niezależnie od sytuacji rynkowej. Zamknięto również część mennic, jednak proces ten postępował. W latach 1599–1620 cena dukata podniosła się z 60 do 120 groszy, a talara z 37 do 60 groszy. W chwili śmierci monarchy w 1632 roku dukat kosztował już 165 groszy, a talar 90 gorszy[258]. Dopiero za czasów Zygmunta III Wazy następuje **koniec denarów w Polsce**[259] – monety znanej za czasów rzymskich, stanowiącej podstawę mennictwa Karola Wielkiego i będącej świadkiem początków mennictwa pierwszych Piastów. Mennictwo z tego okresu zapamiętane jest jednak nie tylko z obfitości i różnorodności monety srebrnej, ale także z ogromnych emisji monet złotych. Nie ograniczano się wówczas jedynie do wybijania monet dukatowych lub dwudukatowych, ale tworzono także ich wielokrotności; od trzy-, cztero- i pięcio-, przez dziesięciodukatówki, aż po największą z królewskich monet – **studukatówkę** o wadze 350 gram złota[260].

Następny polski władca, Władysław IV Waza, odziedziczył po swoim ojcu ogromną liczbę wybitej za jego czasów drobnej monety, która zaspokajała w pełni potrzeby rynku pieniężnego. Wybijano więc monety grube – srebrne talary i półtalary, dukaty oraz wielokrotności dukatów[261]. O bogactwie skarbca królewskiego za czasów panowania Władysława IV może świadczyć fakt, iż był on w stanie pożyczyć cesarzowi niemieckiemu Ferdynandowi III zawrotną sumę 1 mln dukatów o łącznej wadze 4 ton czystego złota[262]. Ciekawostką numizmatyczną z czasów panowania tego władcy są jego kopiejki rosyjskie. Królewicz Władysław po zwycięskiej wojnie w 1610 roku został uznany carem moskiewskim. Jednak w 1612 roku polska załoga Kremla skapitulowała i w ten sposób zakończyło się jego panowanie. Pamiątką po nim są właśnie te rzadkie monety[263].

---

[257] J. Kurpiewski, op. cit., s. 50–51.
[258] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 136.
[259] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 194.
[260] J. Kurpiewski, op. cit., s. 53.
[261] J. Parchimowicz, op. cit., s. 66.
[262] W. Terlecki, *Od denara do złotówki*, Państwowe Zakłady Wydawnictw Szkolnych, Warszawa 1964, s. 33.
[263] J. Kurpiewski, op. cit., s. 63.

Postać Jana Kazimierza kojarzona jest w numizmatyce z upadkiem polskiej monety. Kryzys państwa, spowodowany licznymi konfliktami zbrojnymi ze Szwecją, Rosją oraz Kozakami, doprowadził do pustki w państwowym skarbie oraz zadłużenia wobec wojska. Pewien sposób na rozwiązanie problemów królewskich zaproponował Tytus Boratini. Remedium miało być wybicie **miedzianych szelągów**, nazwanych od jego nazwiska **boratynkami**. Monety miedziane nie były niczym nowym. Bito je nie tylko w czasach starożytnych. Powrócono do tej praktyki na początku siedemnastego wieku w Niderlandach, Anglii, Niemczech i Szwecji. Ostatni z wymienionych krajów wyróżnił się jednak szczególnie po przegranej wojnie kalmarskiej (1611–1613). Gustaw Adolf był zobowiązany do zapłaty kontrybucji na rzecz Danii w wysokości 1 mln talarów. Efektem tego był brak srebra na rodzimym rynku. Szwedzi zostali zmuszeni do wybijania, oprócz miedzianej monety zdawkowej, miedzianych odpowiedników talara. Zachowali przy tym równowartość tych monet w srebrze. Przykładowo, moneta dziesięciotalarowa ważyła 19,71 kg. Określenie jej mianem monety ma jedynie wymiar symboliczny, ponieważ w rzeczywistości były to miedziane płyty o wymiarach 70 × 30 × 1 cm[264]. Polskie miedziane monety postanowiono wybić jednak jako podwartościowe. Zawarta w nich miedź nie była odpowiednikiem zawartości srebra w dawniejszych monetach. Zdaniem Zbigniewa Żabińskiego nie przyniosłoby to tak tragicznych skutków, gdyby przy ich emisji zachowano określone warunki, a mianowicie:

- ograniczenie emisji do rozmiarów wyznaczonych przez zapotrzebowanie na drobną monetę,
- praktyczna i nieograniczona ich wymienialność na pełnowartościową monetę srebrną po kursie nominalnym,
- zrozumienie ówczesnych władz dla funkcji bilonu[265].

Pierwotnie emisja przewidziana na 180 mln szelągów rozrosła się do 900 mln monet. Dodatkowo ze względu na łatwość ich podrobienia szacuje się, że do obiegu trafiło około 100 mln fałszywych boratynek. Nastąpił natychmiastowy spadek wartości tych monet. Do cen wyliczanych w srebrnych monetach, a płaconych w szelągach doliczano początkowo 15%, a już w 1666 roku 70%. Ostatecznie kurs przymusowy dopłaty ustalono zarządzeniem z 1676 roku

[264] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, Arkady, Warszawa 1988, s. 23.
[265] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach*..., op. cit., s. 122.

na poziom 70%, choć niechętnie w praktyce się do niego stosowano[266]. Z rynku zaczęła znikać stara moneta srebrna, a zwłaszcza monety o dużych nominałach. W handlu posługiwano się kilkukilogramowymi workami z miedzianym bilonem. Emisja boratynek nie uregulowała jednak sytuacji skarbu państwa. Jan Kazimierz postanowił zaangażować kolejnego mincerza w celu uzyskania odpowiednich dochodów z bicia monet. Na mocy uchwały sejmowej z 1663 roku rozpoczęto bicie monet 30-groszowych, zwanych od nazwiska zarządcy mennicy – Andrzeja Tymfa – **tymfami** lub **tynfami**. Ostatecznie pojawiła się w końcu powszechna emisja **złotówki**, dotychczas będącej jedynie jednostką obrachunkową. W rzeczywistości jednak zawartość srebra w monecie równała się jedynie wartości 12 groszy w srebrze. Monetę z założenia wybito jako podwartościową. Informowano nawet o tym społeczeństwo, odwołując się do patriotyzmu poprzez widniejący na niej napis: „Wartością monety jest dobro Rzeczypospolitej, co jest droższe od metalu" (w innej wersji: „Cenę tej monety daje zbawienie ojczyzny, co jest więcej warte od metalu")[267]. Nowy rodzaj pieniądza społeczeństwo przyjęło bardzo krytycznie. Inicjały królewskie na nim widniejące – „J.C.R." – odczytywano jako skrót od *Initium Calamitatis Regni* – „początek nieszczęść królestwa"[268]. Jednoczesna obecność na rynku tymfów i boratynek doprowadziła do problemów w handlu, zwłaszcza międzynarodowym. Państwa ościenne zamknęły granice dla tak słabego pieniądza. Podobnie uczyniły Prusy Królewskie z Gdańskiem, Elblągiem i Toruniem. Wykształciły się **trzy równoległe systemy pieniężne**:

- pieniądz na stopę międzynarodową – polskie i obce talary i dukaty,
- dawny pieniądz polski z czasów Jagiellonów, Batorego i po części Zygmunta III Wazy zwany *moneta bona* (moneta dobra),
- tynfy i boratynki służące w życiu codziennym zwane *moneta currenta* (moneta bieżąca).

Talary i dukaty służyły do handlu międzynarodowego. Monety drobniejsze musiały zostać wcześniej wymienione po kursach niezgodnych z ich nominałami. Przykładowo, talar na dobrą monetę kosztował 3,5 złotego, monetą bieżącą już 8 złotych[269].

Panowanie kolejnych władców – Michała Korybuta Wiśniowieckiego oraz Jana III Sobieskiego – nie przyniosło poprawy sytuacji monetarnej w kraju. Nadal dominujący był

---

[266] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 256–260.
[267] W. Terlecki, *Moneta zabytkowa*, op. cit., s. 134.
[268] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 111–112.
[269] W. Terlecki, *Moneta zabytkowa*, op. cit., s. 135.

pieniądz podwartościowy z czasów Jana Kazimierza. Monarchowie emitowali grube monety srebrne w postaci półtalarów i talarów oraz monety złote w formie dukatów i dwudukatów. Nie miało to jednak wpływu na powszechny obieg pieniężny. Michał Korybut podjął się emisji tym razem pełnowartościowych złotówek srebrnych, ale jedynie w próbnym nakładzie 5 tys. sztuk. Za czasów Jana III sejm podjął próbę uregulowania wzajemnych relacji cenowych pomiędzy poszczególnymi rodzajami pieniędzy. Rynek jednak zweryfikował ją dalszym wzrostem cen monet najwartościowszych[270].

Czasy saskie, jak nazwano okres panowania Augusta II i Augusta III, przyniosły bogate mennictwo, ale nie wniosły oczekiwanych reform. Podczas obrad Sejmu Niemego w 1717 roku ustalono jedynie ceny talarów, dukatów oraz drobniejszej monety srebrnej w pieniądzu szelężnym, legalizując istniejącą sytuację rynkową. Cenę czerwonego złotego ustalono na 18 złotych polskich, talara na 8 złotych, tynfa na 8 groszy, szóstaka na 12 groszy i dwa szelągi. Szelągi miedziane liczono po 3 szelągi za grosz i po 30 groszy za złotówkę[271]. Monety wybijano nie tylko w mennicach polskich. Szczególnie liczne emisje przeprowadzono w mennicach saskich. Łącznie głównych odmian monet obydwu królów istniało ponad 1,5 tys., nie licząc pomniejszych różnic w stemplach[272].

Obradujący po śmierci Augusta III Sejm Konwokacyjny kwestię naprawy ustroju pieniężnego ustalił jako priorytet legislacyjny i jedno z głównych zadań stojących przed przyszłym monarchą. Uchwalona 7 maja 1764 roku Konfederacja Generalna Stanów Królestwa i Wielkiego Księstwa Litewskiego powołała do życia Radę Ekonomiczną Skarbu Koronnego w celu uporządkowania spraw monetarnych. We wrześniu w nurt tych reform włączył się elekt Stanisław August Poniatowski i w *pacta conventa* przyrzekł uruchomienie olkuskich kopalń srebra i emisję dobrej krajowej monety[273].

Stanisław August zorganizował nową mennicę w Warszawie, powołał komisję menniczą pod przewodnictwem kanclerza koronnego Andrzeja Zamoyskiego i litewskiego Michała Czartoryskiego oraz sprowadził zagranicznych rzemieślników. Oprócz mennicy warszawskiej uruchomiono mennicę krakowską, której zadaniem było wybijanie monet miedzianych.

---

[270] J. Kurpiewski, op. cit., s. 76–77.
[271] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza…*, op. cit., s. 120–121.
[272] C. Kamiński, J. Żukowski, *Katalog monet polskich 1697–1763 (epoka saska)*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1980.
[273] J. A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 150.

Wszystkie obce monety miedziane oraz stare krajowe boratynki zostały wycofane z obiegu z dniem 1 września 1766 roku. Zastąpiły je wyemitowane w lipcu nowe pieniądze[274]. W przypadku monet srebrnych Komisja Skarbu Koronnego w porozumieniu z Komisją Menniczą opracowała zasady bicia monet srebrnych z nowej grzywny wagi kolońskiej. Ich wzajemne kursy prezentuje tabela 4.

Tabela 4. System monetarny Stanisława Augusta Poniatowskiego

Nominał monety	**Wartość w groszach miedzianych lub szelągach**
Dukat (czerwony złoty)	2 talary i 22,5 groszy miedzianych = 502,5 groszy miedzianych
Talar	2 półtalary = 4 dwuzłotówki (srebrne 8 groszówki) = 16 półzłotówek (srebrnych 2 groszówek) = 32 grosze srebrne = 240 groszy miedzianych
Półtalar	2 dwuzłotówki = 8 półzłotówek = 16 groszy srebrnych = 120 groszy miedzianych
Ćwiartka (dwuzłotówka)	2 złotówki czterogroszowe srebrne = 60 groszy miedzianych
Złotówka (srebrna czterogroszówka)	30 groszy miedzianych = 60 półgroszy = 90 szelągów
Półzłotówka (srebrna dwugroszówka)	15 groszy miedzianych = 30 półgroszy = 45 szelągów
Grosz srebrny (ćwierćzłotówka)	7,5 grosza miedzianego = 15 półgroszy = 22,5 szelągów
Trojak (trzy grosze miedziane)	6 półgroszy = 9 szelągów
Grosz	2 półgrosze = 3 szelągi
Półgrosz	1,5 szeląga
Szeląg	
Szóstak gdański lub toruński	12 groszy miedzianych
Trojak gdański lub toruński	6 groszy miedzianych
3 monety szelężne gdańskie lub toruńskie	2 grosze miedziane

Źródło: J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach polskich X–XX w.*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1990, s. 151.

Reforma Stanisława Augusta uporządkowała krajowy system monetarny. Wprowadziła silną i stabilną walutę. Ta jej ostatnia zaleta była jednocześnie jej największym mankamentem. Mennictwo ze względu na wysokie ceny importowanego kruszcu przyniosło straty. Król, zgodnie z zasadą substancjonalistycznej wartości pieniądza, nie chciał się zgodzić na zmianę stopy menniczej i pokrywał straty z własnych dochodów. Sąsiednie państwa, zwłaszcza Prusy i Austria, wykorzystały tę sytuację i zdominowały polski rynek swoją monetą o niższej zawartości kruszcu, jednocześnie wywożąc wymienione monety w celu przetopienia. Dopiero w 1786 roku polski sejm podwyższył cenę dukata do 18 złotych. Na podstawie tej decyzji Komisje Skarbowa i Mennicza wprowadziły w 1787 roku nową stopę menniczą i nową monetę srebrną równą 10 groszom miedzianym. Nadal jednak nie uchroniło to kraju przed odpływem

[274] H. Cywiński, *Dziesięć wieków pieniądza...*, op. cit., s. 134–135.

dobrego pieniądza za granicę[275]. W Polsce pojawiła się ponownie jednostka monetarna będąca tylko obrachunkową, lecz tym razem nie była to gruba waluta w postaci złotego, ale najdrobniejsza w formie **obrachunkowych denarów**. Monety te nie były wybijane. Stosowano je do rozliczeń w relacji jeden grosz równy trzem szelągom odpowiadającym osiemnastu denarom[276].

Względną stabilizację kraju oraz wprowadzenie reform przerwały konfederacja barska, konfederacja targowicka, powstanie kościuszkowskie oraz działania krajów ościennych, prowadzące do rozbiorów Polski i zniknięcia jej z mapy Europy. W numizmatyce jako pamiątka po targowiczanach istnieje tzw. talar targowicki, wybity w 1793 r., bity tym samym stemplem do 1870 roku[277]. Jego emisja miała symbolicznie wspierać racje opozycjonistów walczących przeciwko prawom wprowadzonym przez uchwalenie Konstytucji 3 maja. Świadczył o tym napis zajmujący cały awers monety: *Civibus quorum pietas coniuratione die III mai MDCCXCI obrutam et deletam libertate Polona tueri conabatur Respublica resurgens* („Obywatelom, których miłość kraju powodowała, że starali się bronić wolności polskiej, zniszczonej, przez spisek z dnia 3 maja 1791 – Rzeczpospolita powstająca"[278]).

Ostatnią zbrojną próbą ratowania upadającej królewskiej Polski było powstanie kościuszkowskie. Wysiłek ten wymagał znacznych nakładów finansowych, które postanowiono pozyskać z nowej ordynacji menniczej. Zmniejszono zawartość kruszcu zarówno w monetach srebrnych, jak i złotych. Wprowadzono nowe rodzaje monet – trzydukatowe stanisladory, półtoradukatowe półstanisladory, talary o wartości sześciu złotych oraz szóstaki o niskiej próbie srebra[279]. Ze względu na brak metali szlachetnych do produkcji menniczej postanowiono o **pierwszej w historii Polski emisji pieniądza papierowego**. Powołana przez Kościuszkę Rada Najwyższa Narodowa podjęła uchwałę o druku biletów skarbowych z przymusowym kursem związanym z walutą kruszcową i zabezpieczonym dobrami narodowymi. Zobowiązania wobec państwa można było regulować w połowie biletami, a w połowie monetą kruszcową. Przyjmować je należało obowiązkowo pod groźbą grzywny[280].

---

[275] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 153.
[276] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 332.
[277] A. Mikołajczyk, *Leksykon numizmatyczny*, op. cit., s. 305.
[278] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 340.
[279] Ibidem, s. 350–351.
[280] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit., s. 108.

Swoją genezę banknoty wywodzą od prywatnych odręcznych dokumentów wystawianych przez bogatych kupców lub instytucje bankowe. Ich szeroka sieć, uznająca wzajemne zobowiązania, pozwalała uniknąć zagrożeń na drogach związanych z transportem pieniędzy oraz umożliwiała obejście przepisów ograniczających wywóz monety[281]. Kolejnym krokiem było powstanie banków publicznych. Król szwedzki Gustaw Adolf założył Królewski Bank Wymiany. W związku z emisją ciężkich talarów z miedzi (płyt o wartości sięgającej nawet 69 talarów) postanowiono wręczać ich właścicielom odpowiednie kwity depozytowe, pozostawiając metal w piwnicach budynku. Od 1665 roku ten sam proces uruchomiono w przypadku monet srebrnych[282]. W osiemnastym wieku upowszechniły się już banknoty drukowane – w Szwecji od około 1690 roku, w Londynie od 1729 roku, w Austrii od 1759 roku, a od 1769 roku w Rosji.

Upadek powstania kościuszkowskiego przyniósł za sobą III rozbiór Polski. Rosja, Prusy i Austria rozpoczęły wprowadzanie na zagrabionych ziemiach swojego własnego pieniądza, początkowo jednak z własnymi wizerunkami, ale polską stopą menniczą[283]. Austriacy już w 1774 roku wyemitowali szelągi równe 1/3 grosza polskiego. Prusy rozpoczęły emisję po trzecim rozbiorze, wpuszczając do obiegu szelągi, półgroszówki, groszówki oraz trojaki. Na terenach objętych przez Rosję ewoluowano od niezależnej monety Królestwa Kongresowego do bezpośredniej obecności monet carskich. Czasy zaborów, oprócz monet państw ościennych, przyniosły wiele wyjątkowych emisji związanych z walkami niepodległościowymi. Ich zestawienie zawiera tabela 5.

Tabela 5. Monety czasów zaborów

Zakres terytorialny mennictwa	Zakres czasowy mennictwa
Monety zaboru austriackiego	Monety oświęcimsko-zatorskie 1774–1777 Monety dla Galicji i Lodomerii 1794
Monety zaboru pruskiego	Monety Prus Południowych 1796–1798 Monety prusko-gdańskie 1801 Monety Wielkiego Księstwa Poznańskiego 1816–1917
Monety Wolnego Miasta Gdańska	1808–1812
Monety Księstwa Warszawskiego	1810–1815
Monety w oblężeniu Zamościa	1813
Monety Rzeczpospolitej Krakowskiej	1835
Monety Królestwa Kongresowego	1815–1835

[281] J. A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 247.
[282] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 94.
[283] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach…*, op. cit., s. 189.

Zakres terytorialny mennictwa	Zakres czasowy mennictwa
Monety Powstania Listopadowego	1831
Monety zaboru rosyjskiego	Monety polsko-rosyjskie 1832–1841 Monety rosyjsko-polskie 1842–1850 Monety rosyjsko-warszawskie z polskim znakiem mennicy 1842–1857 Monety rosyjsko-warszawskie z rosyjskim znakiem mennicy 1850–1864

Źródło: C. Kamiński, E. Kopicki, *Katalog monet polskich 1764–1864*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1977, s. 6–7.

Najdłuższym okresem względnej niezależności państwowości polskiej podczas okresu zaborów były czasy istnienia Księstwa Warszawskiego. Zostało ono powołane na mocy traktatu w Tylży zawartego w dniach 7–9 lipca 1807 roku pomiędzy Francją, Rosją i Prusami. Księstwo zostało połączone unią personalną z Królestwem Saksonii. Władze księstwa wyemitowały zarówno monety, jak również pieniądz papierowy. Bilety kasowe o wartości 1, 2 oraz 5 talarów posłużyły do szybkiej wymiany pieniądza pruskiego. Monety oznaczono wartościami wzorowanymi na monetach saksońskich, **częściami talara**. Podstawową monetą został talar o wartości sześciu złotych. Wybijano także monety, takie jak 1/3 talara o wartości dwóch złotych, 1/6 talara o wartości złotówki, srebrne pięcio- i dziesięciogroszówki, miedziane jedno- i trzygroszówki oraz dukaty w złocie. Księstwo przestało istnieć po upadku Napoleona na mocy postanowień Kongresu Wiedeńskiego[284]. Odwrót cesarza spod Moskwy pozostawił po sobie kolejną ciekawostkę numizmatyczną, gdy to w jego trakcie w twierdzy Zamość otoczona została czterotysięczna polska załoga dowodzona przez generała Maurycego Hauke. Dobrze wyposażeni oraz zaopatrzeni żołnierze bronili się przez kolejne siedem miesięcy. Gdy brakło środków na wypłatę żołdu, postanowiono wybić monetę z zarekwirowanych w kolegiacie zamojskiej sreber oraz miedzianych sześciokrajcarówek z magistratu miejskiego. Powstała kolejna w polskiej historii **moneta oblężnicza**. Wytworzono 7830 sztuk dwuzłotówek oraz 1330 sześciogroszówek[285].

Największą część dawnej Rzeczypospolitej zajęło Cesarstwo Rosyjskie, które ugruntowało swoją pozycję pokonaniem Napoleona Bonapartego i powiększeniem posiadłości na mocy Kongresu Wiedeńskiego. Utworzono Królestwo Polskie (Kongresowe) połączone unią personalną z Imperium Rosyjskim. Wyemitowano liczne monety mające oparcie w polskiej tradycji nazewniczej – grosze, trojaki, pięciogroszówki, dziesięciogroszówki, złotówki,

[284] J. Parchimowicz, op. cit., s. 196.
[285] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 368–369.

dwuzłotówki oraz nowe pięciozłotówki, dziesięciozłotówki, złote królewskie (25-złotówki) oraz podwójne złote królewskie (50-złotówki)[286]. Zrezygnowano z emisji talarów i dukatów. Reformy mennicze wzmocniono utworzeniem z inicjatywy Ksawerego Druckiego-Lubeckiego Towarzystwa Kredytowego Ziemskiego w 1825 roku oraz pierwszego polskiego banku emisyjnego – Banku Polskiego w 1828 roku[287]. Funkcjonowanie tego systemu menniczego zostało przerwane przez wybuch powstania listopadowego w 1830 roku. Powstańczy rząd narodowy niezwłocznie przystąpił do wybicia nowej monety. Wyemitowano miedzianego trojaka, srebrne dziesięciogroszówki, dwuzłotówki, pięciozłotówki oraz dukaty wzorowane na niderlandzkich[288].

Upadek powstania listopadowego oraz mająca miejsce kilkadziesiąt lat później klęska powstania styczniowego doprowadziły do brutalnej rusyfikacji ziem polskich. Znoszono wszelką autonomię. Likwidowano polskie instytucje. Nie ominęło to także pieniądza. Początkowo do wyższych nominałów polskich dodano nominały rosyjskie, a rysunek orła zastąpiono świętym Jerzym. Następnie wprowadzono monety kopiejkowo-groszowe, mające dotychczas swoje odpowiedniki tylko w systemie zaborcy. Ostatecznie **zlikwidowano polskie znaki na pieniądzach**, a mennicę warszawską zamknięto w 1867 roku[289].

Pieniądz na ziemiach polskich na przełomie dziewiętnastego i dwudziestego wieku uzależniony był od wpływu zaborców. Prusy, Rosja i Austria, jako potęgi polityczno-gospodarcze, swoje działania w zakresie reform systemów pieniężnych wpisały w międzynarodowe tendencje, które skupiały się na trzech kierunkach działań:

- ekspansji pieniądza papierowego,
- monometalizmie,
- wprowadzeniu nowych metali menniczych[290].

Państwa zaborcze w latach 1873–1897 przeszły na systemy pieniężne wiążące ich waluty ze złotem. W 1873 roku uczyniły to Niemcy, w 1892 roku Austro-Węgry, a w 1897 roku Rosja. Dołączyły do takich potęg, jak Wielka Brytania (od 1816 roku) oraz Stany Zjednoczone

---

[286] M. Kowalski, op. cit., s. 41.
[287] *Dzieje złotego*, „Magazyn Centrum Pieniądza NBP im. Sławomira Skrzypka", Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa 2018, s. 18.
[288] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 378–380.
[289] M. Kowalski, op. cit., s. 42–43.
[290] E. Korczyńska, B. Paszkiewicz, *Zarys Mennictwa Europejskiego. Tom X. Mennictwo XIX i XX wieku*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne oddział w Krakowie, Kraków 1989, s. 77–86.

(od 1870 roku). Waluta złota stała się dominującą na świecie[291]. Niezależnie od funkcjonowania złotych monet, wybijano monety w innych metalach, często podwartościowe. Zwłaszcza dotyczyło to drobnych monet zdawkowych. Stosowano brąz, miedź, nikiel, aluminium oraz cynk i żelazo. Te dwa ostatnie metale miały zostać powszechnie wykorzystane w mennictwie nadchodzących czasów wojennych[292].

Wybuch Wielkiej Wojny w 1914 roku przyniósł nie tylko nadzieję na odzyskanie przez Polskę niepodległości, ale także możliwość powrotu polskiego mennictwa. W społeczeństwie nadal żywa była pamięć o starej krajowej walucie. Rachunki często liczono w złotych i groszach niezależnie od tego, czy używano rubli, czy krajcarów[293]. W 1916 roku niemieckie i austro-węgierskie władze okupacyjne zapowiedziały utworzenie Królestwa Polskiego. Powołano Polską Krajową Kasę Pożyczkową, która rozpoczęła emisję marek polskich, związanych z marką niemiecką i gwarantowanych przez skarb Rzeszy. Wydrukowano banknoty o nominałach ½, 2, 5, 10, 20, 100 i 1000 marek polskich. Opatrzono je polskim orłem na czerwonym tle i polskimi napisami. Niezależnie od pieniądza papierowego w mennicy w Stuttgarcie wybito monety 5-, 10- i 20-fenigowe dla Królestwa Polskiego. W 1918 roku doszły dodatkowo monety jednofenigowe[294]. Na terenach dawnej północno-wschodniej Polski wyemitowano odrębną walutę, kopiejki i ruble niemieckie, mające zastąpić kursujący pieniądz rosyjski[295].

Niepodległa Polska powstała z części ziem wszystkich dawnych zaborców. Przełożyło się to na złożony z wielu walut system pieniężny, który dodatkowo skomplikowały emisje wojenne okupantów. Oprócz marki polskiej emitowanej przez Polską Krajową Kasę Pożyczkową kursowały marki niemieckie, ruble niemieckie Banku Wschodniego, żelazne monety kopiejkowe, marki wschodnie, ukraińskie hrywny i karbowańce, papierowe korony austriackie, srebrne korony austriackie, żelazne halerze oraz rosyjskie ruble[296].

Reformy rozpoczęto natychmiast. Już 7 grudnia 1918 roku uchwalono w formie dekretu nowy statut Polskiej Krajowej Kasy Pożyczkowej. Na jego mocy uznano ją za jedyną emisyjną jednostkę bankową do czasu powołania do życia Banku Polskiego. Została też kasą centralną

---

[291] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit., s. 130.
[292] E. Korczyńska, B. Paszkiewicz, op. cit., s. 84–86.
[293] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 397.
[294] J. Kurpiewski, op. cit., s. 111.
[295] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 403.
[296] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 287–288.

urzędów państwowych oraz miejscem przechowywania depozytów znajdujących się pod opieką państwa. Marki polskie stały się prawnym środkiem płatniczym w całym państwie. Ustalono ich stosunek do marek niemieckich na 1:1, do koron austriackich na 70:100 oraz do rubli rosyjskich na 216:100[297]. Na bazie tych parytetów przeprowadzono wycofanie obcych walut. Pod koniec 1923 roku marka polska stała się jedyną obowiązującą walutą na terenie II Rzeczypospolitej[298].

Równolegle trwały prace nad wprowadzeniem nowej waluty, uznając markę polską za pieniądz przejściowy. Ożywiona na łamach prasy oraz w środowiskach numizmatycznych dyskusja przyniosła wiele pomysłów na nazwę nowej jednostki monetarnej. Proponowano następujące nazwy: „setnik", „piast", „lech", „pol", „polonia" oraz „sarmat"[299]. Początkowo dekretem Tymczasowego Naczelnika Państwa Józefa Piłsudskiego z dnia 5 lutego 1919 roku wprowadzono walutę **lech.** Po licznych protestach, które natychmiast wybuchły w tej sprawie, sejm anulował dekret i ustawą z dnia 29 lutego 1919 roku ustalił, iż polska jednostka monetarna ma nazwę **złoty**, który będzie się dzielił na **sto groszy**[300].

Ostateczne wprowadzenie waluty złotowej nastąpiło jednak dopiero po kilku latach, po hiperinflacji marki polskiej. Dekret rządowy z dnia 25 lutego 1924 roku ustalił wymianę marki polskiej na złotego po kursie 1.800.000:1. Nowa waluta miała być w założeniu równa frankowi szwajcarskiemu. Termin ważności marek ustalono na 31 maja 1925 roku. Złote miały trafić do obiegu od 28 kwietnia 1924 roku[301]. Szybko okazało się, że największym problemem będzie zaspokojenie potrzeb na monetę metalową. Polska mennica nie była gotowa do produkcji na taką skalę. Zastępczo, do momentu dostarczenia bilonu z zagranicznych wytwórni, wprowadzono do obiegu **papierowe bilety zdawkowe**, które wytworzono poprzez wydrukowanie odpowiednich znaków na wycofanych z obiegu markach polskich. Pieniądze te, choć miały być wprowadzone na zaledwie kilka miesięcy, utrzymały się w obiegu do lat 1929–1930[302]. Zapotrzebowanie na monety ostatecznie zaspokojono, zlecając ich wybicie licznym zagranicznym mennicom. Ich zestawienie prezentuje tabela 6.

---

[297] Z. Żabiński, *Systemy pieniężne na ziemiach...*, op. cit., s. 221–222.
[298] J.A. Szwagrzyk, *Pieniądz na ziemiach…*, op. cit., s. 288.
[299] H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza…*, op. cit., s. 183.
[300] J. Chałupski, *Specjalizowany katalog monet polskich XX i XXI w., część druga. II Rzeczypospolita, Generalne Gubernatorstwo 1918–1945*, Wydawca Jerzy Chałupski, Sosnowiec 2008, s. 14.
[301] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 408.
[302] J. Strzałkowski, *Moneta i banknot w latach 1924–1925*, Wydawca Jacek Strzałkowski, Łódź 1990, s. 21–22.

Tabela 6. Produkcja monet II RP w zagranicznych mennicach

Nazwa mennicy	Nominał oraz rok wybicia monety
Kings Norton Metal Company Ltd. (Wielka Brytania)	1 grosz – 1923 rok
Huguenin Freres Le Locle (Szwajcaria)	10 groszy – 1923 rok 20 groszy – 1923 rok 50 groszy – 1923 rok
Mennica Państwowa w Utrechcie (Holandia)	20 groszy – 1923 rok 50 groszy – 1923 rok
Mennica Wiedeńska (Austria)	20 groszy – 1923 rok 50 groszy – 1923 rok
Mennica Paryska (Francja)	1 złoty – 1924 rok 2 złote – 1924 rok
Królewska Mennica Brytyjska z Londynu (Wielka Brytania)	1 złoty – 1925 rok 2 złote – 1925 rok 5 złotych – 1928 rok 5 złotych – 1932 rok 10 złotych – 1932 rok
Mennica Birmingham (Wielka Brytania)	2 złote – 1924 rok
Mennica Stanów Zjednoczonych z Filadelfii (Stany Zjednoczone)	2 złote – 1924 rok 2 złote – 1925 rok
Mennica Brukselska (Belgia)	5 złotych – 1928 rok

Źródło: opracowanie własne.

Po wyposażeniu Mennicy Warszawskiej w niezbędne maszyny i przeszkoleniu kadry przeniesiono produkcję menniczą do kraju. Oprócz licznych monet obiegowych wybijano również monety pamiątkowe oraz monety próbne, trafiające często tylko do rąk kolekcjonerów. Niezależnie od emisji monet, przystąpiono do druku pieniądza papierowego, który docelowo miał zastąpić w obrocie wszelki pieniądz oprócz zdawkowego. Umożliwiono także wybijanie w mennicy **monet złotych z kruszcu powierzonego**. Nie miały one jednak charakteru obiegowego. Wartość złota w nich zawarta znacznie przekraczała nominalną wartość monet.

Przegrana Wojna Obronna w 1939 roku przyniosła podział kraju pomiędzy agresorów. Rzesza Niemiecka oraz ZSRR wprowadziły zmiany w systemie pieniężnym na zagarniętych ziemiach w zależności od ich przyporządkowania administracyjnego. Równocześnie swoją działalność kontynuował rząd polski na emigracji. Doprowadziło to do faktycznego funkcjonowania wielu banków emisyjnych:

- Bank Polski SA z siedzibą w Londynie, dysponujący częścią wywiezionego z kraju złota, przygotował emisję nowych banknotów, mających wejść do obiegu po wyzwoleniu kraju,
- Bank Polski SA (krajowa część) nie został zlikwidowany przez Niemców i pełnił funkcje administracyjne,

- Bank Rzeszy emitował markę niemiecką, będącą środkiem płatniczym na terenach włączonych bezpośrednio do Rzeszy,
- Bank Państwowy ZSRR emitował ruble jako środek płatniczy na zajętych terenach wschodniej Polski,
- Bank Emisyjny w Polsce z siedzibą w Krakowie emitował złotówki, tzw. **młynarki**, mające być środkiem płatniczym dla Generalnego Gubernatorstwa[303].

Wyjątkową emisją z czasów wojny i pamiątką po jej najstraszniejszym obliczu są **monety i banknoty getta łódzkiego**. Przed eksterminacją ludności żydowskiej przetrzymywano ją w zamkniętych strefach i wykorzystywano jako siłę roboczą. W porozumieniu z lokalnymi przedstawicielami samorządu wyemitowano monety fenigowe i markowe, a także banknoty oznaczone gwiazdą Dawida i sygnowane napisami w języku niemieckim. Były one w obiegu do czasu likwidacji getta w 1944 roku[304].

Niemieccy okupanci dodatkowe środki pieniężne wprowadzili także na terenach obozów dla jeńców wojennych. Oprócz emisji dla administracji obozowej swoje bony tworzyli więźniowie za pomocą organizacji kas zapomogowych. Do przykładowych zaliczyć można bony Oflagu IIc z Dobiegniewa – bony Komisu Baraku 7B, bony sporządzone z okazji 80. rocznicy wybuchu powstania styczniowego oraz bony Kasy Samopomocy. Znane są także bony obozu IID w Gross Born oraz Oflagu VIIA w Murnau. Wyjątkowy odpowiednik takich środków płatniczych stosowano nawet w obozach koncentracyjnych w ramach premii dla więźniów Auschwitz, Stutthof oraz Majdanka[305].

Zakończenie II Wojny Światowej przyniosło na ziemie polskie rządy Polskiego Komitetu Wyzwolenia Narodowego związanego z ZSRR. Brak porozumienia z rządem londyńskim uniemożliwił wykorzystanie gotowych zasobów emigracyjnych banknotów. W Związku Radzieckim wydrukowano więc nowe bilety złotowe oznaczone napisem „Narodowy Bank Polski". Początkowo utrzymano w obiegu banknoty krakowskie. Dekret o utworzeniu banku wydano jednak kilka miesięcy później, to jest 15 stycznia 1945 roku.

---

[303] I. Skibińska-Fabrowska, *Wstęp*, w: Z. Nestorowicz, *Pieniądz czasu wojny i okupacji w Polsce 1939–1945*, Narodowy Bank Polski Odział w Lublinie, Lublin 2009, s. 3–4.
[304] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 426–427.
[305] Z. Nestorowicz, op. cit., s. 33–38.

Wymiana walut okupacyjnych na nowe złote została przeprowadzona ze znacznymi ograniczeniami, powodując zmniejszenie ilości pieniądza w obiegu[306].

Pierwsze monety wybito dopiero w 1951 roku z datą 1949 i napisem „Rzeczypospolita Polska". Uległ on zmianie w 1957 roku na „Rzeczypospolita Polska Ludowa". Pierwsze emisje składały się z jednogroszówek, dwugroszówek, pięciogroszówek, dziesięciogroszówek, dwudziestogroszówek, pięćdziesięciogroszówek oraz złotówek. Wyższe nominały, jak dwa złote z wizerunkiem jagód oraz pięć złotych z rybakiem, weszły do obiegu w 1958 roku[307]. Głównym środkiem płatniczym były jednak banknoty, których nominały wzrastały wraz z postępującą inflacją, sięgając setek tysięcy złotych w okresie przełomu politycznego z lat 1989–1990. W obrocie numizmatycznym z tego okresu główną rolę odgrywają licznie wybijane pamiątkowe monety obiegowe, monety kolekcjonerskie oraz monety próbne niestosowane jako środek płatniczy. Szczególnie ciekawe były emisje monet wybijanych stemplem lustrzanym oraz monet złotych, często kierowane również na zagraniczny rynek kolekcjonerski[308].

Przemiany demokratyczne z przełomu lat 80. i 90. dwudziestego wieku natychmiast znalazły swoje odzwierciedlenie w numizmatyce. Już w 1990 roku wyemitowano pierwsze monety 50- i 100-złotowe z **nowym godłem państwowym oraz nową nazwą państwa**. Symbolicznym podkreśleniem przemian była emisja monety upamiętniającej dziesięciolecie powstania Solidarności. Ze względu na szybko postępującą inflację kolejne monety wybijane były jako okolicznościowe z przeznaczeniem do celów kolekcjonerskich, posiadające nominały 10 i 20 tys. złotych.

Powrót pieniądza zdawkowego nastąpił po **denominacji złotego** przeprowadzonej w 1995 roku. W powszechnym obiegu znalazły się monety o nominałach 1, 2, 5, 10, 20 i 50 groszy oraz 1, 2, 5 złotych. Jako bieżący środek płatniczy używane są także często **okolicznościowe monety dwuzłotowe** ze względu na ich kilkusettysięczny lub ponadmilionowy nakład. Monety te trafiają jednak coraz częściej do kolekcji początkujących numizmatyków, a ich pierwsze emisje w dobrym stanie zachowania potrafią kosztować nawet tysiące procent drożej niż wartość oficjalnego nominału. Łącznie do obiegu trafiło kilkaset milionów okolicznościowych monet dwuzłotowych.

---

[306] G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, op. cit., s. 169–170.
[307] T. Kałkowski, *Tysiąc lat monety…*, op. cit., s. 430–431.
[308] J. Kurpiewski, op. cit., s. 123–125.

W zdecydowanie mniejszych ilościach wybijane są monety kolekcjonerskie emitowane przez Narodowy Bank Polski w celu ich odsprzedaży i nietrafiające do obiegu. Monety wybijane są w srebrze i złocie, często zdobione, tworzone w nietypowym kształcie lub poddawane odpowiednim procesom, np. polerowania. Z najciekawszych innowacji na tym polu warto wymienić połączenie monety z bursztynem, ceramiką, szkłem, hologramem, cyrkonią oraz krzemieniem. Początkowo niskie nakłady tych monet rozrastały się do ponad 100 tys. egzemplarzy, przy jednoczesnym emitowaniu wielu ich rodzajów, co spotkało się z krytyką ze strony kolekcjonerów[309]. Rok 2019 przyniósł nowe pole konfliktu pomiędzy środowiskiem numizmatycznym a NBP. Bank spotkał się z oskarżeniami o zbytnie windowanie cen, zdecydowanie ponad koszty kruszcu i produkcji[310]. Współczesne monety kolekcjonerskie, pomimo znacznej ich popularności, przez doświadczonych numizmatyków traktowane są z pobłażliwością i często nie są nawet zaliczane do grona obiektów numizmatycznych.

Zawarta w niniejszym podrozdziale geneza i historia polskiej numizmatyki to zaledwie skrócony opis jej głównych aspektów. Został przedstawiony jej główny nurt związany z państwowością polską i centralnym ośrodkiem jej władzy. Podział historyczny według poszczególnych władców, epok czy też ważnych wydarzeń społeczno-politycznych jest wykorzystywany do tworzenia podokresów numizmatycznych, a także określania grup monet, będących w polu zainteresowania kolekcjonerów lub inwestorów. W powyższej charakterystyce zostały pominięte niezwykle interesujące dzieje numizmatyki terenów z Polską związanych. Bogata historia pieniądza Pomorza, Śląska, Prus Książęcych, Kurlandii wymagałaby znacznie szerszej prezentacji, przekraczającej możliwości i potrzeby niniejszej pracy. Polscy władcy niejednokrotnie związani byli z innymi krajami. Wybijali monety polsko-saksońskie, polsko-szwedzkie czy też polsko-siedmiogrodzkie. Są one niezwykłymi pamiątkami burzliwej i ciekawej historii. Tysiące odmian monet, wielkość mennic, ordynacje mennicze, krążący obcy pieniądz, siła nabywcza waluty to niewątpliwie nieodłączne elementy numizmatyki. **Jednak na potrzeby dalszych prac badawczych najważniejsze było przedstawienie odpowiednich podstaw kategoryzacji przedmiotu badań.** Poszczególne epoki numizmatyczne posiadają

---

[309] M. Chądzyński, *NBP będzie sprzedawał monety kolekcjonerskie na aukcji internetowej,* https://forsal.pl/artykuly/367836,nbp-bedzie-sprzedawal-monety-kolekcjonerskie-na-aukcji-internetowej.html.amp [dostęp 17.06.2020].

[310] P. Skwirowski, *Czy NBP rozłoży na łopatki numizmatykę*?, https://www.rp.pl/Finanse/302269911-Czy-NBP-rozlozy-na-lopatki-numizmatyke.html [dostęp 17.06.2020].

własną specyfikę. Interesują różnych kolekcjonerów. Są mniej lub bardziej popularne w obrocie aukcyjnym. Ponadto inwestycje oparte na portfelu tych monet mogą przynosić różne stopy zwrotu. Podział ten zostanie szczegółowo scharakteryzowany w rozdziale pracy dotyczącym metodologii badawczej. Będzie opierał się na elementach historycznych, ale zostanie połączony z bieżącymi trendami obowiązującymi na rynku numizmatycznym. Z historią monety wiąże się historia numizmatyki i jej różnych oblicz, od nauki pomocniczej historii, poprzez pasję, aż do będącej głównym przedmiotem rozprawy – problematyki inwestycji opartych na rynku numizmatycznym. Kolekcjonerzy posługują się swoistym językiem, bezpośrednio związanym z przedmiotem obrotu. Wiedza o nim również jest niezbędna do właściwego ujęcia tematu rozprawy, stąd też wyjaśnienia najważniejszych terminów z dziedziny numizmatyki zostaną przedstawione w niniejszym rozdziale. Zwieńczeniem tych rozważań będzie charakterystyka organizacji rynku numizmatycznego w Polsce oraz prawnych i podatkowych podstaw jego funkcjonowania.

2.2. Numizmatycy. Od pasji do inwestycji

Już w czasach antycznych władcy wykorzystywali wyjątkowe okazy monet w celu zjednania sobie przychylności lub w formie podziękowania[311]. Ich znaczna wartość czyniła z nich symboliczne artefakty, stąd też nie trafiały one do tradycyjnego obiegu handlowego. Monety takie stawały się często elementem skarbów nie tylko ze względu na wartość zawartego w nich kruszcu, ale także przez wzgląd na swoją wyjątkowość.

Za jednego z pierwszych numizmatyków uważa się Francesco Petrarkę (1304–1374). W wizerunkach antycznych władców doszukiwał się on wzorca dla ówcześnie panujących. Sprezentował on kolekcję antycznych monet cesarzowi Karolowi IV, mającemu być następcą dawnych cesarzy rzymskich[312]. Mecenasi sztuki w ramach swoich szerokich zainteresowań również interesowali się numizmatyką. Jeden z najsłynniejszych zbiorów starożytnych monet był w posiadaniu Kosmy Medyceusza (1389–1464)[313]. Pasja posiadania i kolekcjonowania rozprzestrzeniała się wśród europejskich monarchów. Swoje kolekcje posiadali władcy austriaccy Fryderyk III (1440–1493), Maksymilian I (1508–1519) oraz Ferdynand I (1531–

[311] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet i medali*, Wydawca Jacek Strzałkowski, Łódź 1991, s. 15.
[312] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 31.
[313] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 21.

1564). Ich wspólne zainteresowania doprowadziły do powstania w 1547 roku Cesarskiego Gabinetu Numizmatycznego w Wiedniu. Za Leopolda V (1657–1705) liczył on już 16 tys. eksponatów. W Szwecji budowę kolekcji numizmatycznej zapoczątkował Jan III (1569–1592). Jeden z jego następców, Gustaw Adolf, do opieki nad Królewskim Gabinetem Numizmatycznym powołał specjalny urząd Generalnego Dyrektora Starożytności Narodowych[314]. Szwedzi byli także prekursorami zbierania informacji o wszelkich odkryciach skarbów monetarnych. Ich rejestrację rozpoczęto już w szesnastym wieku. Dzięki temu dostępny jest dzisiaj chronologiczny ich spis od 1547 roku[315]. W kolejnych krajach prywatne zainteresowania i zbiory monarchów przekształcały się w **profesjonalne instytucje muzealne**. Kolekcja Piotra I w Rosji stała się elementem zbiorów Ermitażu. Monety Joachima II Brandenburskiego weszły w skład berlińskiego Gabinetu Numizmatycznego.

Nie była to jednak dziedzina zarezerwowana tylko dla monarchów. Początek ekspozycji numizmatycznej Muzeum Brytyjskiego w Londynie wywodzi się od kolekcji sir Hansa Sloane'a oraz sir Roberta Cottona[316]. Zbiory monet stawały się coraz bardziej popularne na terenie całej Europy. Tworzyli je władcy, arystokraci, a nawet najbogatsi kupcy. Hubert Goltzius, poszukujący monet antycznych do ilustracji dzieł historycznych, stworzył listę kolekcji numizmatycznych w Europie. W szesnastym wieku miało ich być około tysiąca, przy czym z pewnością ujął on tylko te największe i najbardziej znane[317].

Zapotrzebowanie rynkowe na rzadkie i cenne okazy monet dało impuls do powstania nowej klasy ekspertów – **zawodowych numizmatyków**, którzy w imieniu swoich klientów objeżdżali Europę, uzupełniając monarsze kolekcje. Jednym z pierwszych był Giovanni Cavini (1499–1570) z Padwy. Zapisał się on jednak negatywnie w historii numizmatyki, gdyż swoje nadzwyczajne umiejętności wykorzystał do tworzenia fałszywych antycznych artefaktów, które sprzedawał swoim klientom jako unikaty. Powstały pierwsze **fałszerstwa na szkodę kolekcjonerów** (w odróżnieniu od fałszerstw na szkodę emitenta). Przez długie lata takie monety nazywano „padunami" od miasta pochodzenia nieuczciwego sprzedawcy. Z zawodowych numizmatyków warto również wymienić Jeana Vaillanta, który skompletował kolekcję Ludwika XIV oraz de Bagarriego zbierającego monety dla Henryka IV.

---

[314] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 33.
[315] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 22.
[316] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 33.
[317] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet...*, op. cit., s. 16.

Znawcy monet nie tylko zajmowali się poszukiwaniem okazów i handlem eksponatami. Tworzyli także **podwaliny naukowe numizmatyki**. W 1517 roku ukazało się dzieło *Wizerunki wielkich mężów* autorstwa Jacobusa Sadoletusa. Znajdowały się w nim portrety rzymskich cesarzy skopiowane z monet. Tę samą tematykę poruszył w swoim dziele *Wizerunki znakomitych ludzi* Andrea Fulvio. Międzynarodową popularność zyskała publikacja Guillaume'a du Choula *Pobieżny przegląd monet najznakomitszych osobistości żyjących od początku świata, z krótkim opisem ich życia oraz czynów, zaczerpniętym od klasyków*. Książka była tłumaczona na wiele języków, pobudzając czytelników do zainteresowania się starożytnością i jej artefaktami[318].

Na ziemiach polskich **pierwsi kolekcjonerzy monet** pojawili się na przełomie piętnastego i szesnastego wieku. Do prekursorów należeli biskup chełmiński Stefan von Heidenburg (1480–1495) oraz Maciej Karpiga z Miechowa zwany Miechowitą (ok. 1457–1523) – historyk, lekarz, geograf i profesor Akademii Krakowskiej. Swoją kolekcję przekazał w testamencie Jerzemu Turzonowi, który podzielał jego pasję numizmatyczną. Zbieranie monet było niezwykle popularne wśród ówczesnych ludzi nauki. Prywatne zbiory utworzyli profesor uczelni krakowskiej Stanisław Grzebski, doktor Wacław Kolar oraz doktor Stanisław Różanka. Zainteresowanie tworzeniem gabinetów numizmatycznych podzielali także polscy monarchowie. Kolekcje powstawały za czasów Jana Olbrachta, Zygmunta Starego, Władysława IV, Jana III Sobieskiego, Augusta II oraz Augusta III. Największy zbiór monet i medali w Polsce przedrozbiorowej należał do Stanisława Augusta Poniatowskiego. Król-numizmatyk nie tylko wybijał piękne monety czy też uruchomił i wyposażył Mennicę Warszawską, ale traktował numizmatykę jako jedną ze swoich głównych pasji. Jego zbiorem zajmował się szambelan królewski August Moszyński, który kupował dla władcy monety. Podarował mu także tworzony przez trzydzieści lat swój własny zbiór prywatny. Kolekcja Stanisława Augusta Poniatowskiego została częściowo poświęcona jako dar na potrzeby powstania kościuszkowskiego. Jej reszta została rozprzedana po śmierci monarchy w 1798 roku[319].

Numizmaty trafiały do kolekcjonerów nie tylko za pośrednictwem profesjonalnych pośredników. Do najważniejszych ówczesnych źródeł pochodzenia monet zaliczyć można:

- dary emitentów jako wyraz uznania,

---

[318] H. Fiedorow-Dawydow, op. cit., s. 22–24.
[319] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 33–34.

- zakupy od osób, które zdobyły monety podczas uroczystości ślubnych monarchów (były one rozrzucane pomiędzy widzów),
- nabycia bezpośrednio od medalierów wykonujących je w celu sprzedaży (odbitki monet obiegowych wybitych w szlachetniejszych kruszcach),
- emisje monet obiegowych dostępnych w mennicy lub u podskarbiego w idealnym stanie zachowania,
- zakup monet okolicznościowych,
- zakup odbitek monet obiegowych na kwadratowych płytach, tzw. klip,
- znalezienie skarbu[320].

Popularyzacja numizmatyki i powstanie bogatych kolekcji na ziemiach polskich pobudziło zainteresowanie badaniami naukowymi związanymi z jej problematyką, czego efektem były pierwsze fachowe opracowania na temat krajowej historii pieniądza. W latach 1800–1801 Tadeusz Czacki wydał dzieło *O litewskich i polskich prawach*, w którym zawarł rozdział *O monecie polskiej i litewskiej*. Kazimierz Władysław Stężyński-Bandtkie opublikował dwutomowe dzieło *Numismatyka krajowa* (1839–1840), a w 1845 roku ukazała się publikacja Ignacego Zagórskiego *Monety dawnej Polski*. Szczególne zainteresowanie monetami średniowiecznymi doprowadziło do opublikowania przez Kazimierza Stronczyńskiego trzytomowego opracowania *Dawne monety polskie dynastyi Piastów i Jagiellonów* (1883–1885). Jeden z największych kolekcjonerów, hrabia Emeryk Hutten-Czapski, stworzył i opublikował katalog swojego wielkiego zbioru[321] pod tytułem *Catoloque de la Collection des Monaises et Mèdailles Polonaises*.

Czasy zaborów włączyły numizmatykę w nurt patriotycznych działań Polaków. Przypominała ona o wielkości dawnej Rzeczypospolitej i jej wspaniałej historii. Upamiętnianie dziedzictwa narodowego stało się domeną ludzi nauki i sztuki. Rosła popularność kolekcjonowania monet. Wraz z nią pojawiły się idee zrzeszenia osób dzielących tę wspólną

---

[320] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet…*, op. cit., s. 17–18.

[321] Hr. Emeryk Hutten-Czapski podczas swojego życia w latach 1828–1896 zebrał najcenniejszą kolekcję numizmatyczną w historii Polski. Po jego śmierci, decyzją żony kolekcjonera Elżbiety z Mayendorffów Czapskiej i jej synów, została ona w 1903 roku przekazana miastu Kraków, a następnie Muzeum Narodowemu. Na początku dwudziestego pierwszego wieku w wyniku realizacji projektu „Europejskie Centrum Numizmatyki Polskiej" dofinansowanego z Unii Europejskiej odnowiono siedzibę Muzeum im. Emeryka Hutten-Czapskiego i udostępniono zbiory szerokiej publiczności. Bezcenna kolekcja liczy obecnie 100 tys. eksponatów, z czego 2,5 tys. najwspanialszych egzemplarzy można podziwiać w pałacowych wnętrzach.

pasję. W 1845 roku powstało najstarsze w Polsce **Koło Numizmatyczne**. Założył je Karol Bayer, organizując w swoim domu „latające czwartki numizmatyczne”[322]. Był on pierwszym zawodowym fotografem w Warszawie. Pasjonował się historią i archeologią. Działał nie tylko na rzecz zrzeszenia numizmatyków, ale także był autorem wielu prac z zakresu numizmatyki. Napisał m.in. *Skorowidz monet polskich od 1506 do 1825 roku* oraz *Falsyfikaty majnertowskie*[323]. W kolejnych latach swoją działalność rozwinęły następne organizacje numizmatyczne. W 1889 roku powstało w Krakowie **Towarzystwo Numizmatyczne**, wydające pierwsze branżowe czasopismo naukowe „Wiadomości Numizmatyczno-Archeologiczne”, a w 1919 roku powołano do życia **Warszawskie Towarzystwo Numizmatyczne**[324]. Organizowanie się numizmatyków było w tym czasie światowym trendem, w który wpisywali się polscy kolekcjonerzy. W 1858 roku powstało American Numismatic Society (Amerykańskie Towarzystwo Numizmatyczne), a w 1891 roku American Numismatic Association (Amerykańskie Zrzeszenie Numizmatyczne), w dwudziestym wieku liczące już ponad 30 tys. członków[325]. Podobne organizacje powstawały w wielu europejskich krajach, łącząc często pasję kolekcjonerów z pracą naukową i wydawaniem czasopism.

Dziewiętnasty wiek przyniósł także pewną profesjonalizację obrotu numizmatami. Pojawiły się **wyspecjalizowane antykwariaty** organizujące aukcje całych kolekcji, tworzące katalogi aukcyjne i pośredniczące w sprzedaży najcenniejszych okazów. Sprzedażą polskich zbiorów zajmowały się głównie niemieckie firmy:

- A. Cahn (Frankfurt nad Menem),
- Hamburgerowie (Frankfurt nad Menem),
- A. Hess (Frankfurt nad Menem),
- S. Rossenberg (Frankfurt nad Menem),
- F. Marzbacher (Monachium),
- O. Helbing (Monachium),
- R. Kube (Berlin),
- F. Schlesinger (Berlin),

---

[322] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 35.
[323] Idem, *Leksykon numizmatyczny*, op. cit., s. 31–32.
[324] Idem, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 35.
[325] Idem, *Leksykon numizmatyczny*, op. cit., s. 16.

- R. Ball (Berlin)[326].

Wyprzedaż kolekcji należących do polskich numizmatyków nasiliła się na przełomie dziewiętnastego i dwudziestego wieku. Na rynek trafiły zbiory Antoniego Zygmunta Chełmińskiego, Ludwiga von Olszowskiego, Mariana Frankiewicza, Józefa Zelta, Teofila Rewolińskiego, Otto von Kubickiego. Po aukcjach tylko część z nich powróciła do kraju. Łącznie sprzedano około 24 tys. numizmatów[327].

I Wojna Światowa przyniosła olbrzymie straty zarówno w polskiej gospodarce, jak i kulturze oraz sztuce. Zniszczeniu uległa znaczna część zbiorów muzealnych, a także kolekcji prywatnych.

Wraz z odzyskaniem niepodległości wznowiono krajowe mennictwo. Przy Mennicy Warszawskiej powstał Gabinet Numizmatyczny pod kierownictwem Władysława Terleckiego. Uzupełniano jego zbiory z darów oraz z zysków ze sprzedaży monet i medali wybijanych w mennicy. Przy muzeach powstawały zbiory monet często na bazie **przekazywanych narodowi prywatnych kolekcji**. Ten zwyczaj praktykowany był już w dziewiętnastym wieku. Gabinet Numizmatyczny Muzeum Narodowego w Poznaniu zbudowany został na bazie daru Seweryna Mielżyńskiego, który przekazał ponad 4 tys. monet i medali Poznańskiemu Towarzystwu Przyjaciół Nauk w 1870 roku[328]. Oprócz wspominanej już wcześniej kolekcji E. Hutten-Czapskiego podobny gest wykonał kolejny z najznamienitszych polskich numizmatyków, Gustaw Soubise Bisier, przekazując swoje monety Gabinetowi Numizmatycznemu przy Mennicy Państwowej.

Skalę ofiarności i patriotyzmu kolekcjonerów monet doskonale widać na podstawie zestawiania historii zbiorów opublikowanego przez Jacka Strzałkowskiego. Jako dary do narodowych instytucji trafiły między innymi kolekcje:

- Waleriana Amrogowicza – Towarzystwo Naukowe w Toruniu,
- Wacława Anczyca – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Józefa Badrzyckiego – Towarzystwo Naukowe w Krakowie,
- Fromiana Bagińskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,

---

[326] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet…*, op. cit., s. 23.
[327] Ibidem, s. 23–24.
[328] M. Stahr, *Medale polskie i z Polską związane od XVI do XVIII wieku*, Muzeum Narodowe w Poznaniu, Poznań 2008, s.7.

- Jerzego Samuela Bandtkiego – Polska Akademia Umiejętności,
- Wincentego Fereriusza Baracza – Bursa w Brodach,
- Probusa Barczewskiego – Polska Akademia Umiejętności,
- Ignacego Bielickiego – Towarzystwo Przyjaciół Nauk w Poznaniu,
- Gabriela Józefa Biernackiego – Uniwersytet Warszawski,
- Wiktora Biernackiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Ksawerego Franciszka Biesiadeckiego-Prusa – Muzeum Narodowe w Krakowie i we Lwowie,
- Wojciecha Brzega – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Zygmunta Stanisława Dragowskiego – Muzeum Pałacu Króla Jana III,
- Zygmunta Działowskiego – Towarzystwo Naukowe w Toruniu,
- Włodzimierza Dzieduszyckiego – Lwów,
- Augustyna Dzierżka – Liceum w Krzemieńcu,
- Zygmunta Glogera – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Jana Romualda Hubego – Biblioteka Ordynacji Krasińskich,
- Hugo Kołłątaja – Biblioteka Uniwersytetu Jagiellońskiego,
- M. Korczyńskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Wrościsława Krzyżanowskiego – Towarzystwo Przyjaciół Nauk w Poznaniu,
- Władysława Kucewicza – Gabinet Archeologiczny Uniwersytetu Jagiellońskiego,
- Jana Lewińskiego – Muzeum Narodowe w Warszawie,
- Maksymiliana Łukaszewicza – Poznańskie Towarzystwo Przyjaciół Nauk,
- Henryka Mańkowskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Andrzeja Moraczewskiego – Towarzystwo Przyjaciół Nauk w Poznaniu,
- Benedykta Moraczewskiego – Towarzystwo Przyjaciół Nauk w Poznaniu,
- Stanisława Niedzielskiego – Muzeum Narodowe we Lwowie,
- Bolesława Nieszczotka – Towarzystwo Przyjaciół Nauk w Poznaniu,
- Jana Ocetkiewicza – Muzeum Narodowe w Warszawie,
- Stanisława Semrau-Siemianowskiego – Muzeum Narodowe w Warszawie,
- Józefa Sikorskiego – Biblioteka Uniwersytetu Jagiellońskiego,
- Michała Sołtyka – Uniwersytet Jagielloński,

- Józefa Szalaja – Polska Akademia Umiejętności,
- Piotra Umińskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Adama Wolańskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie,
- Grzegorza Zaborowskiego – Gabinet Archeologiczny Uniwersytetu Jagiellońskiego,
- Antoniego Żołędziowskiego – Uniwersytet Jagielloński,
- Ludwika Żytyńskiego – Muzeum Narodowe w Krakowie[329].

Wspaniałe zbiory, odbudowane w tym krótkim okresie niepodległości międzywojennej, stały się niestety jedną z ofiar kolejnej wojny światowej. Tym razem okupanci nie kierowali się jedynie ślepą rządzą niszczenia, ale w sposób **zorganizowany i profesjonalny rozpoczęli grabież wszelkich dóbr sztuki i nauki**. Dla terenów włączonych bezpośrednio do Rzeszy Niemieckiej powołano Der Generaltreuhänder für die Sicherstellung deutschen Kulturgutes in den ehemals polnischen Gebieten (Urząd Generalnego Powiernika ds. Zabezpieczenia Niemieckich Dóbr Kultury na Wschodnich Ziemiach Przyłączonych), który działał z pełnym wsparciem niemieckich służb bezpieczeństwa SS, SD i Gestapo. Ukazuje to skalę zainteresowania zbiorami i wagę, jaką do nich przykładały władze okupacyjne. Rekwirowanie prywatnych kolekcji, aresztowania oraz przesłuchania ich właścicieli były częstym procederem. Taki los spotkał wybitnego poznańskiego numizmatyka Mariana Gumowskiego[330]. Na terenach Generalnego Gubernatorstwa niemieckie działania były jeszcze bardziej brutalne. Ziemie te miały być całkowicie ograbione z wszelkich materialnych wytworów kultury i sztuki. Konfiskaty uregulowano zarządzeniem wydanym 15 grudnia 1939 roku przez Reichskommissar für die Festigung deutschen Volkstums (Komisarza Rzeszy dla Umacniania Niemczyzny). Miały im podlegać zarówno zbiory publiczne, jak i zbiory prywatne. Zabezpieczeniem i wywożeniem mienia zajmowało się stowarzyszenie badawczo-naukowe Das Ahnenerbe. Akcję koordynował SS-Obergruppenführer dr Heinrich Harmjanz współpracujący z podsekretarzem stanu oraz pełnomocnikiem generalnego gubernatora do zabezpieczenia

[329] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet…*, op. cit., s. 32–142.
[330] W. Garbaczewski, *Zbiór numizmatyczny Mariana Gumowskiego w okresie okupacji niemieckiej (1939–1945)*, „Numizmatyka Poznańska”, nr 2, 2011, s. 41–42.

skarbów sztuki w Generalnym Gubernatorstwie, SS-Oberführerem dr Kajetanem Mühlmannem[331].

Ze strony okupantów radzieckich poważniejsza w skutkach była druga fala grabieży, następująca już po ich zwycięstwie nad armiami niemieckimi. Za posuwającą się do przodu ofensywą podążały wyspecjalizowane grupy pracowników Komitetu do spraw Sztuki przy Radzie Ministrów ZSRR. Oficjalnie miały odnaleźć zagrabione dzieła rosyjskie, w rzeczywistości jednak skupiały się na zlokalizowaniu wszelkich wartościowych przedmiotów kultury. Łupem wielokrotnie padały bogate kolekcje monet i medali[332].

Obok zorganizowanej państwowej grabieży znaczne straty w numizmatyce podczas II Wojny Światowej wynikały ze zniszczeń wojennych. Już w 1939 roku Niemcy przeprowadzili liczne bombardowania miast, w tym stolicy. Najtragiczniejsze w skutkach było zniszczenie Warszawy podczas tłumienia Powstania Warszawskiego. Przez lata wojny liczne zabytki gromadzono właśnie w tym mieście z myślą, iż w stolicy będą najbardziej bezpieczne. Miasto zamieszkiwała też znaczna liczba numizmatyków. Nie tylko bezpośrednie uszkodzenia w wyniku wybuchów czy pożarów powodowały utratę kolekcji. Często poprzedzała je śmierć właściciela w wyniku walk, wywózek do obozów czy doraźnych egzekucji. Zabezpieczone i ukryte mienie nie zawsze w przyszłości odnajdywano. Nawet sami właściciele monet nie potrafili często po wojnie odnaleźć zakopanych przez siebie skarbów.

Monety o znacznej wartości kruszcu, zwłaszcza złote lub grube srebrne, często ratowały właścicielom życie poprzez ich wymianę na podstawowe produkty żywnościowe. Służyły również jako łapówki za uwolnienie podczas aresztowań. Przejmowane przez osoby nieświadome ich wartości, ulegały przetopieniu i nieodwracalnej stracie.

Współczesny raport o stratach numizmatyki stworzony wysiłkiem Roberta Pieńkowskiego odnotowuje 109 zbiorów publicznych, które poniosły znaczne starty lub zostały całkowicie unicestwione. Zawiera on informacje o zbiorach istniejących na obecnych terenach polskich, więc także częściowo uwzględniające przedwojenne zbiory niemieckie[333]. Straty poniosły między innymi Muzeum Narodowe w Warszawie, Biblioteka Krasińskich, Biblioteka

---

[331] R. Pieńkowski, *Straty wojenne numizmatyki poniesione w latach 1939–1945 w granicach Polski po 1945 r. Raport wstępny*, Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego, Biuro Pełnomocnika Rządu do Spraw Polskiego Dziedzictwa Kulturowego za Granicą, Poznań 2000, s. 8.
[332] Ibidem, s. 8.
[333] Ibidem, s. 27–67.

Ordynacji Zamoyskich, Polska Akademia Umiejętności, Uniwersytet Jagielloński, Muzeum Narodowe w Poznaniu, zbiory Gdańska i Malborka oraz Śląskiego Muzeum Starożytności we Wrocławiu[334].

Straty w kolekcjach prywatnych są trudne do oszacowania. Część z przedwojennych zbiorów uległa rozprzedaniu, wywiezieniu za granicę lub została ukryta w czasach powojennych ze względu na obwarowania prawne dotyczące posiadania kruszców. Kilka poniższych przykładów ukazuje przykładowe losy **utraconych kolekcji**:

- Konrad Bierezowski – posiadał największy zbiór prywatny numizmatów w Warszawie; Niemcy zagrabili wszystkie złote monety; właściciel część zbioru wyprzedał na podstawowe potrzeby życiowe; pewną ich pulę ukradła służąca; pozostałości zostały sprzedane przez rodzinę do Muzeum Narodowego w Warszawie; sam właściciel zginął 19 sierpnia 1944 roku zamordowany przez Niemców,
- Marian Haisig – aby uniknąć aresztowania przez Niemców, wykupił się, oddając swoją kolekcję,
- Stanisław Herstal – pierwszy z jego zbiorów został rozproszony na początku wojny; drugą kolekcję, zakopaną na wsi, odnaleźli żołnierze w październiku 1944 roku; posiadał też kolekcję zdeponowaną w Bukareszcie, skąd została zrabowana przez Niemców,
- Andrzej ks. Lubomirski – jego kolekcja została zrabowana przez wojska sowieckie,
- Stanisław Malinowski – część z jego zbiorów uległa spaleniu podczas powstania warszawskiego,
- Adam Władysław hr. Potocki – jego kolekcja, ukrywana w podziemiach Biblioteki Jagiellońskiej, została przejęta przez Urząd Bezpieczeństwa i ograbiona ze złotych egzemplarzy; reszta została przekazana do Muzeum Narodowego w Warszawie; część kolekcji trafiła do prywatnych numizmatyków,
- Paweł Wańkowicz – należące do niego złote monety Niemcy skonfiskowali w 1939 roku; podobny los spotkał pozostałe w 1944 roku,
- Jerzy Węsierski – jego dom wraz z przechowywaną kolekcją został zniszczony podczas bombardowania w 1939 roku,

---

[334] M. Haisig, *25 lat Ruchu Numizmatycznego w Polsce Ludowej (1945–1969)*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1972, s. 5.

- Franciszek Zygarłowski – posiadana przez niego kolekcja, zakopana w Poznaniu, została w styczniu 1940 roku zrabowana przez Niemców; część zbiorów trafiła do kolekcjonerów i muzeów[335].

Straty w polskiej numizmatyce poniesione podczas II Wojny Światowej są nieodwracalne. Zniszczeniu uległa niezliczona ilość unikatów. Zbiory związane z poszczególnymi odkryciami uległy rozproszeniu, uniemożliwiając ich naukowe wykorzystanie. Znaczna część numizmatów trafiła do państw zaborczych, wywożona zarówno przez zorganizowaną machinę państwową, jak i przez pojedynczych żołnierzy i urzędników służących na terenie Polski. Pewna część eksponatów trafiła za ocean, zawłaszczona przez wojska amerykańskie. Próby odszukania oraz rewindykacji mienia w większości przypadków okazały się bezskuteczne.

Powojenne odrodzenie się numizmatyki od razu przybrało zorganizowaną formułę. Jej miłośnicy skupieni przy Muzeum Narodowym w Warszawie utworzyli Warszawskie Towarzystwo Numizmatyczne. Jego statut został zatwierdzony przez władze 3 listopada 1947 roku. Wcześniej, bo już 2 kwietnia, odbyło się w Krakowie pierwsze walne zgromadzenie reaktywowanego przedwojennego Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego. Kolejnym ważnym ośrodkiem numizmatycznym stała się Łódź z utworzoną 3 marca 1949 roku Sekcją Numizmatyczną przy Łódzkim Oddziale Polskiego Towarzystwa Prahistorycznego. Na terenach przyłączonych do Polski po 1945 roku prym wiódł Wrocław. 30 czerwca 1948 roku tamtejszy Zarząd Główny Polskiego Towarzystwa Archeologicznego utworzył Sekcję Numizmatyczną. Pierwsze jej zebranie odbyło się 15 stycznia 1949 roku. W odradzający się ruch numizmatyczny aktywnie zaangażowali się najbardziej znani kolekcjonerzy i późniejsi autorzy wielu uznanych branżowych publikacji – Władysław Terlecki, Anatol Gupieniec, Marian Haisig, Włodzimierz Głuchowski, Tadeusz Kałkowski. Organizacje numizmatyczne oraz archeologiczne połączyły się w jeden organizm w dniach 14–15 czerwca 1953 roku na zjeździe w Nowej Hucie. Powstało wówczas **Polskie Towarzystwo Archeologiczne z wyodrębnioną Sekcją Numizmatyczną**. Swoją działalność miało opierać na współpracy z Polską Akademią Nauk[336].

---

[335] R. Pieńkowski, *Straty wojenne numizmatyki…*, op. cit., s. 67–78.
[336] M. Haisig, op. cit., s. 13.

Początki odrodzonego ruchu numizmatycznego i działalność numizmatyków były niezwykle trudne. Tak jak inne organizacje, były pod stałym nadzorem Służby Bezpieczeństwa, a akcje skupu srebra, dokonywane przez instytucje państwowe, prowadziły do straty dużej liczby eksponatów. Bogate zbiory tworzone były przez osoby mające kontakty w aparacie władzy i wykorzystujące utrzymującą się wówczas trudną sytuację ekonomiczną społeczeństwa[337]. W latach 60. nastąpił szybki rozwój ruchu numizmatycznego. Do 1966 roku powstało 21 kół terenowych, a do 1969 roku już 31 ośrodków zrzeszających numizmatyków. Wiele z nich przyjęło za swoich patronów zasłużonych numizmatyków – Joachima Lelewela, Kazimierza Stronczyńskiego, Karola Bayera oraz Władysława Terleckiego[338].

Kupno monet w czasach Polskiej Rzeczypospolitej Ludowej nie było prostym zadaniem. Brakowało oficjalnego rynku. Istniał jeden sklep – Desa – zlokalizowany w Warszawie przy Nowotki 18. Na zebraniach towarzystw numizmatycznych często potępiano merkantylne podejście do kolekcjonowania monet. Jeden z felietonistów „Biuletynu Numizmatycznego" radykalnie opisał handel numizmatami: „Kupno monety jest czymś wstydliwym, nieomal jak stręczenie do nierządu". Młodzi numizmatycy, nieposiadający kontaktów w środowisku, byli skazani na zakupy monet na targowiskach i u handlarzy starociami, często narażając się na oszustwa i poważne straty[339]. Członkowie Towarzystwa Numizmatycznego oprócz wymiany swoich monet pomiędzy sobą organizowali również aukcje numizmatyczne. Sprzedawano na nich dublety lub nawet całe kolekcje po zmarłych członkach. Sprzedaż prowadzono bez zysku, opierając się na koleżeńskich zasadach i społecznym zaangażowaniu działaczy[340]. Ważnym aspektem rynku numizmatycznego w PRL była **sprzedaż nowych monet kolekcjonerskich i pamiątkowych emitowanych przez NBP**. Dostęp do nich ułatwiało członkostwo w organizacji numizmatyków, co prowadziło do stałego wzrostu liczby zrzeszonych kolekcjonerów. W 1978 roku w lokalnych oddziałach Towarzystwa w 38 miastach skupionych było 3922 osób[341]. W latach 80. było to już około 5–6 tys. osób[342]. Zakup tego rodzaju monet był krytykowany przez ówczesnych numizmatyków. Ich nakład oraz wielość rodzajów, według

---

[337] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet…*, op. cit., s. 26–27
[338] M. Haisig, op. cit., s. 17.
[339] M. Kowalski, op. cit., s. 153–155.
[340] W. Niemirycz, *Wspomnienia warszawskiego numizmatyka*, Ośrodek Badań Historii Wojskowej, Białystok 2000, s. 24.
[341] A. Mikołajczyk, *Monety stare i nowe*, op. cit., s. 36–37.
[342] J. Strzałkowski, *Zbiory polskich monet…*, op. cit., s. 27.

ich opinii, miała jedynie za zadanie drenowanie kieszeni kolekcjonerów, nie mając związku z prawdziwą numizmatyką. Rzeczywiście na przełomie lat 90. dwudziestego wieku ich ceny nie były adekwatne do wydanych na nie wcześniej środków finansowych. Z czasem jednak ceny powoli zaczęły rosnąć i być może czeka je w przyszłości stały trend wzrostowy.

Pod koniec okresu demokracji ludowej polskie monety szerokim strumieniem wypłynęły za granicę. Ich sprzedaż za zachodnią walutę była bardzo opłacalna w czasie wzrastającej w Polsce inflacji, zwłaszcza iż sytuacja gospodarcza kraju stale się pogarszała. W latach 1987–1990 odbyło się aż **90 aukcji zagranicznych, na których można było zakupić polskie monety**. Były to bardzo często wybitne i rzadkie egzemplarze. Aukcje zostały zorganizowane przez domy aukcyjne z całego świata. Wśród nich znalazły się:

- Stack's – Nowy Jork, Stany Zjednoczone,
- Schweizericher Bankveran, Bazylea, Szwajcaria,
- Münzenhandlung Gerhard Hirsch Nachfolger, Monachium, Niemcy,
- Münz Zentrum, Kolonia, Niemcy,
- Münzhandlung Schulten&Co. GmbH, Kolonia, Niemcy,
- Auktionshaus H. D. Rauch, Wiedeń, Austria,
- Dr. Busso Peus Nachf., Münzhandlung, Frankfurt, Niemcy,
- Numismatik Lanz, Monachium, Niemcy,
- Superior Galleries, California Auction Company, Beverly Hills, Stany Zjednoczone,
- Heinz W. Müller, Solingen, Niemcy,
- Fritz Rudolf Küunker Münzenhandlung, Osnabrück, Niemcy,
- Bankhaus H. Aufhäuser, Monachium, Niemcy,
- Giessener Münzhandlung Dieter Gorny GmbH, Monachium, Niemcy,
- Kurpfälzische Münzhandlung, Mannheim, Niemcy,
- Peter Sauer, Wiedeń, Austria,
- Bowers and Merena, Nowy Jork, Stany Zjednoczone,
- Münzen and Medaillen AG, Bazylea, Szwajcaria,
- Heinrich Winter, Düsseldorf, Niemcy,
- Glendining&Co., Londyn, Wielka Brytania,
- Frankfuter Münzhandlung GmbH, Frankfurt, Niemcy,

- Ginza Coins Co., Tokio, Japonia,
- Chicago International Coin Fair, Ponterio&Associates, Chicago, Stany Zjednoczone,
- A. Hess AG, Zurych, Szwajcaria,
- Münzhandlung Möller, Espenau, Niemcy,
- Berliner Münzauktione, Berlin, Niemcy[343].

Przemiany demokratyczne w Polsce na przełomie lat 80. i 90. dwudziestego wieku przyniosły ze sobą urynkowienie obrotu numizmatami na terenie kraju. Powstały dziesiątki sklepów numizmatycznych, a także rozpoczęto **organizowanie profesjonalnych aukcji numizmatycznych**. Oferowane monety prezentowane są na nich za pomocą ilustrowanych **katalogów aukcyjnych**, często z bogatymi historycznymi opisami najciekawszych egzemplarzy. Podawana jest cena wywoławcza, z reguły również cena szacunkowa, będąca prognozowaną ceną transakcyjną sugerowaną przez ekspertów z domu aukcyjnego. Po aukcji na podstawie osiągniętych rezultatów tworzy się tzw. **listę wynikową**. Do cen kupujący muszą doliczyć **opłatę aukcyjną** pobieraną przez organizatora. Wynosi ona zwykle na krajowym rynku od 10% do 18% ceny zakupu. Wzrost dochodów części ludności powodował większe zainteresowanie inwestycjami, między innymi w szeroko rozumianą sztukę. Numizmaty, posiadając długą tradycję kolekcjonerską, stawały się jednym z możliwych kierunków inwestowania, jednak nadal zwykle powiązanym z pasją osobistą. W latach 1990–1992 odbyło się 19 aukcji numizmatycznych. Ich prekursorami były Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Oddział w Poznaniu, Gdański Gabinet Numizmatyczny, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Oddział w Opolu, Warszawskie Centrum Numizmatyczne, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Oddział w Cieszynie, Anfa Przedsiębiorstwo Innowacyjno-Wdrożeniowe w Skoczowie oraz Polskie Towarzystwo Numizmatyczne[344]. Pierwsze aukcje organizowano, wykorzystując głównie istniejące struktury towarzystw numizmatycznych. Kolejne lata przyniosły bujny rozkwit funkcjonowania prywatnych domów aukcyjnych, a bogacenie się

---

[343] J. Kurpiewski, A. Kurpiewski, *Monety i medale polskie na aukcjach zagranicznych 1987–1990*, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne, Warszawa 1992, s. 191–196.
[344] Z. Bartkowiak, A. Jarmużek, *Ceny monet i banknotów polskich na aukcjach krajowych 1990–1992*, Wydawnictwo Z. Bartkowiak, Poznań 1993, s. 134–135.

społeczeństwa dawało szansę na powrót do kraju tysięcy numizmatów, które opuściły go w burzliwych latach minionych[345].

2.3. Definicje i słownik pojęć charakterystycznych dla rynku numizmatycznego

Numizmatycy zajmujący się monetami z punktu widzenia naukowego, jak i inwestorzy aktywni na tym rynku, używają specjalistycznego języka, którego sformułowania często nie mają odzwierciedlenia w języku powszechnym. Poznanie go jest niezbędne do dalszej pracy nad materiałem badawczym związanym z przedmiotem niniejszej pracy. Profesjonalna literatura numizmatyczna zwykle nie zawiera objaśnień poszczególnych zwrotów. Jej autorzy zakładają, iż dla potencjalnego czytelnika zrozumienie tych terminów będzie sprawą oczywistą. W poniższym rozdziale zostaną omówione najważniejsze zwroty związane z kolekcjonowaniem numizmatów, które będą następnie wykorzystywane w dalszych analizach i pracach badawczych. Ich definicje opracowane zostały w oparciu o materiały zawarte w pracach Mariana Kowalskiego[346] i Andrzeja Mikołajczyka[347] oraz na bazie wiedzy i doświadczenia autora dysertacji. Słownik ten zaprezentowano w tabeli 7.

Tabela 7. Podstawowe terminy numizmatyczne

Pojęcie	Znaczenie
Al marco	Sposób emitowania monet według określonej jednostki wagowej kruszcu, z której wybijano ściśle określoną liczbę monet. Dopuszczalne były różnice wagi poszczególnych monet.
Al pezzo	Sposób emitowania monet, zgodnie z którym monety musiały odpowiadać określonemu standardowi wagowemu. W przypadku zaniżonej wagi monety przetapiano, w odniesieniu do zawyżonej – justowano.
Awers	Główna strona monety lub banknotu. Może zawierać portret panującego, imię władcy, herb państwa, jego nazwę, początek legendy. W przypadku banknotów nosi nazwę emitenta i podpisy.
Banknot	Pieniądz papierowy wprowadzany na rynek przez banki emisyjne. Historycznie oznaczał też zobowiązanie bankowe do wypłaty określonej sumy kruszcu.
Bilet skarbowy	Emitowany przez skarb państwa pieniądz papierowy. Obecnie określenia banknot i bilet skarbowy nabrały w języku polskim tego samego znaczenia.
Bilet zdawkowy	Pieniądz papierowy zastępujący monetę, emitowany przez skarb państwa lub w jego zastępstwie przez bank.
Bilon	Zwany także monetą zdawkową. Zwykle wybijany był w srebrze o niskiej próbie lub metalach nieszlachetnych. Często był monetą podwartościową o kursie przymusowym.

[345] *Opowiadania numizmatyczne. Historia monetą się toczy*, red. K. Marciszewska, T. Witkiewicz, Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz, Szczecin 2014, s. 5.
[346] M. Kowalski, op. cit., s. 90–114.
[347] A. Mikołajczyk, *Leksykon numizmatyczny*, op. cit., s. 11–348.

Pojęcie	Znaczenie
Bimetalizm	System monetarny oparty na pieniądzu bitym zarówno w złocie, jak i srebrze, ustawowo i wzajemnie wymienialnych kruszcach. Stosowany w gospodarkach czasów starożytnych, średniowiecza i nowożytnych.
Donatywa	Podarunkowa moneta bita głównie w złocie przez Gdańsk, Toruń i Elbląg w darze i hołdzie dla królów polskich odwiedzających miasta ze swoimi dworami. Rady miejskie ofiarowywały monarchom specjalnie bite monety, stanowiące często wielokrotność dukata.
Klipa	Moneta nieokrągła, najczęściej czworokątna, często wybijana w celach pamiątkowych lub jako moneta próbna. Początkowo stosowana do monety oblężniczej w przypadku technicznych trudności z uzyskaniem okrągłych krążków.
Kontrasygnata	Stempel wybijany wtórnie na gotowej monecie. Najczęściej kontrasygnowano monety, aby nadać im wyższą wartość nominalną lub na znak akceptacji do obiegu poza pierwotnym jego zasięgiem.
Legenda	Napis występujący na monecie, na ogół w otoku, dookoła wyobrażenia, chociaż także w polu monety, najczęściej w kilku poziomych rzędach, a także w odcięciu, poziomo pod wyobrażeniem.
Mincerz	Pracownik mennicy zatrudniony przy produkcji monet, sporządzaniu blankietów i tłoczeniu z nich monet, podległy mincmistrzowi.
Mincmistrz	Techniczny organizator i kierownik pracy mennicy, odpowiedzialny za bite monety. Znaki mincmistrzów na monetach były już znane w I w. p.n.e. w starożytnym Rzymie.
Moneta pełnowartościowa	Moneta, w której wartość kruszcu równa jest wartości nominalnej.
Moneta podwartościowa	Moneta posiadająca wyższą wartość nominalną, niż wynikałoby to z zawartego w niej kruszcu.
Moneta próbna	Numizmaty nieprzeznaczone do obiegu, tworzone dla wypróbowania walorów technicznych stempla monety lub dla akceptacji przez władzę, często bite w innych metalach niż monety obiegowe. Dawniej emitowane w nielicznych egzemplarzach. W II RP oraz w PRL wprowadzane na rynek kolekcjonerski w celu osiągnięcia zysku przez mennicę. Odpowiednikiem monet próbnych wśród banknotów są wzory.
Monometalizm	System pieniężny uwzględniający stosowanie jednego kruszcu szlachetnego w produkcji i polityce monetarnej jako miernika wartości. Upowszechniony zwłaszcza w dziewiętnastym i dwudziestym wieku.
Obrzeże (rant)	Strona boczna monety; może być gładka, karbowana prostopadle lub skośnie, a także zawierać ornamenty lub napisy wklęsłe lub wypukłe.
Patyna	Naturalna warstwa związków chemicznych pokrywająca powierzchnię monety, powstała w wyniku reakcji metalu z tlenem, kwasem węglowym i innymi kwasami oraz solami. Nie usuwa się jej, lecz traktuje jako dodatkowy element estetyczny i kryterium prawdziwości monety.
Piedford	Odbitka na grubej blasze wykonana stemplami określonej monety w celach pokazowych lub jako podarunek.
Probierz	Urzędnik menniczy, wardajn, sprawdzający stemple i tłoki menniczne oraz ordynowaną stopę menniczą bitych monet poprzez kontrolę stopu metalu i wagi krążków.
Rewers	Odwrotna w stosunku do awersu strona monety lub pieniądza papierowego, zawierająca mniej ważne informacje.
Stempel lustrzany	Określenie dotyczące monet podarunkowych i kolekcjonerskich bitych specjalnie obrobionym stemplem, powodującym matowość rysunku i błyszczące tło.
Stempel odwrócony	Wybicie monety w taki sposób, iż po obrocie monety w osi pionowej rysunku jednej strony, rysunek drugiej strony jest odwrócony o pełne 180 stopni. Moneta tak wybita to tzw. odwrotka.
Stopa mennicza	Liczba monet wybijanych z jednostki masy. Stopa menniczna podana dla jednostki masy czystego kruszcu to stopa mennicza netto, natomiast dla jednostki masy stopu odpowiedniej próby to stopa mennicza brutto.

Pojęcie	Znaczenie
Tezauryzacja	Wycofywanie z obiegu i przechowywanie pieniędzy poza systemem bankowym. Ukrycie kruszców często następowało poprzez ich zakopywanie, dzięki czemu w przyszłości odkrywano skarby monet.
Zarządca mennicy	Przełożony mennicy z ramienia emitenta, w I Rzeczypospolitej z ramienia podskarbiego na mocy przysięgi dotyczącej przestrzegania ordynacji menniczej.
Znak menniczy	Znak figuralny lub literowy umieszczony na stemplu monety i odnoszący się do produkcji danej monety. Mógł zawierać informację o mennicy, jej pracownikach (mincmistrzach, mincerzach, probierzach), dzierżawcach mennic lub urzędnikach czuwających nad skarbem państwa. Zadaniem znaków menniczych było określenie osób odpowiedzialnych za jakość monet.

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe definicje nie wyczerpują listy używanego przez numizmatyków słownictwa, pozwolą jednak zrozumieć podstawowe elementy opisów monet występujących na aukcjach oraz podstawy historii i ewolucji mennictwa.

Szczegółowego omówienia wymagają cechy monet mające największy wpływ na ich rynkową wycenę. W tym miejscu zostaną scharakteryzowane dwie cechy monet, do których autor odwoła się w rozdziale 3 prezentując dobór próby badawczej. Są to **rzadkość** i **stan zachowania**. Dużym zaskoczeniem dla osób niezajmujących się numizmatyką bywa informacja, że przedmiot mający kilka tysięcy lat, pamiętający czasy rzymskie lub greckie, jest wart zaledwie kilka złotych, a moneta kilkudziesięcioletnia osiąga na aukcjach notowania na poziomie nawet kilkuset tysięcy złotych. Wpływ na takie różnice w cenie ma m.in. rzadkość monet. Współcześni kolekcjonerzy krajowi posługują się **skalą rzadkości** monet opracowaną w dziewiętnastym wieku przez wspominanego już E. Hutten-Czapskiego. Opiera się ona na teoretycznie zachowanej liczbie egzemplarzy danej monety, dlatego istnieje możliwość zmiany tej oceny w czasie, zależnie od posiadanych przez rynek informacji o pojawieniu się nowych, nieznanych wcześniej sztuk. Skalę rzadkości przedstawia tabela 8.

Tabela 8. Skala rzadkości monet według E. Hutten-Czapskiego

Stopień rzadkości	Liczba dostępnych monet
R*	1
R8	2–3
R7	4–6
R6	7–25
R5	26–120
R4	121–600
R3	601–3.000

Stopień rzadkości	Liczba dostępnych monet
R2	3.001–15.000
R1	15.001–80.000
R	80.001–400.000
-	powyżej 40.0000

Źródło: I. Skupin, *Stopinie rzadkości monet*, https://numizmatyczny.com/skala-rzadkosci-monet [dostęp 29.05.2021].

Rozwiązanie zaproponowane przez E. Hutten-Czapskiego zostało przyjęte przez kolejne pokolenia numizmatyków, a zwłaszcza autorów popularnych katalogów numizmatycznych, takich jak Edmund Kopicki[348] oraz Jerzy Chałupski[349]. Skala rzadkości monet budziła zainteresowanie badaczy również w Zachodniej Europie oraz USA. W 1953 roku powstała Skala Rzadkości Scholtena, a w 1994 roku Uniwersalną Skalę Rzadkości zaprezentował Dawid Bowers[350].

Zdecydowanie bardziej skomplikowana jest problematyka stanu zachowania monet. Wielu ze znanych numizmatyków zaproponowało własne rozwiązania, często różniące się nazewnictwem lub szczegółami opisu. Przykładowe ich zestawienie prezentuje tabela 9.

Tabela 9. Przykłady polskich klasyfikacji stanu zachowania monet

Autor	Klasyfikacja
Andrzej Mikołajczyk	• stan zły – moneta tak okaleczona lub starta, że pełne jej określenie nie jest możliwe, • stan dostateczny – moneta mocno starta, lecz nie okaleczona, widoczne szczegóły rysunku pozwalające jeszcze na pełną identyfikację monety, • stan dobry – moneta starta, lecz wszystkie napisy czytelne, a zarysy wszystkich szczegółów widoczne, • stan piękny – moneta nieco starta ze śladami zużycia, detale czytelne, • stan bardzo piękny – moneta pochodząca z obiegu, lecz ze wszystkimi szczegółami czytelnymi, bez szpecących śladów zużycia, • stan nadzwyczaj piękny – moneta nieznacznie tylko starta, bez widocznych śladów zużycia, • stan menniczy – moneta prosto spod stempla.

[348] E. Kopicki, *Katalog podstawowych typów polskich monet i banknotów oraz ziem historycznie związanych z Polską, tom IX, część czwarta*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1989.
[349] J. Chałupski, *Specjalizowany katalog monet polskich XX i XXI w., część pierwsza, Królestwo Polskie 1917-1918*, Wydawca Jerzy Chałupski, Sosnowiec 2008, s. 11.
[350] M. Redo, *Grading – Charakterystyka Systemów Gradingujących cz. 2*, http://omonetach.pl/aktualnosci/6/2940/grading-charakterystyka-systemoacute-w-gradingujacych-cz-2 [dostęp 16.02.2021].

Autor	Klasyfikacja
Władysław Terlecki	• Z1 – zachowana dostatecznie; moneta całkowicie czytelna, niezbyt starta w obiegu, z zachowaną dobrze datą bicia, bez poważniejszych uszkodzeń i rys; może być włączona do zbioru, jednakże powinna być w miarę możliwości wymieniona na lepszy egzemplarz, • Z2 – zachowana dobrze; starcie oraz uszkodzenie i rysy istnieją, ale w stopniu niewymagającym wymiany egzemplarza na lepszy, • Z3 – zachowana bardzo dobrze; minimalne starcie i ślady uszkodzeń zbadane pod lupą stwierdzają, iż moneta była w obiegu, • Z4 – zachowanie piękne; okaz zbadany pod lupą nie ma śladów starcia, rys i uszkodzeń, • Z5 – kwiat stempla; moneta nie była w obiegu i posiada nienaruszony złocisty nalot (w monetach srebrnych), powstający w czasie uderzenia stempla i łatwo ścierający się w obiegu, tzw. egzemplarz połyskowy, • Z6 – stempel lustrzany; moneta wykonana stemplem specjalnie w tle zapolerowanym (lustrzanka), bez żadnych uszkodzeń, śladów starcia i rys, • Z7 – stempel matowy i lustrzany; stempel polerowany jak poprzednio, ponadto wklęsłe na stemplu wyobrażenia wytrawione kwasem, co w odbitce daje swoisty mat w tle lustrzanym; bez żadnych uszkodzeń.
Jarosław Doliński	• dobry, • bardzo dobry, • piękny, • bardzo piękny, • wspaniały, • spod stempla, • połyskowy.
Robert Pieńkowski	• stan VII, zły – monety, których stan uniemożliwia ich jednoznaczną identyfikację, • stan VI, dobry – monety, na których znaczna część rysunku i legendy jest nieczytelna, nie można odczytać legendy (poza jej zarysem). Można określić monetę na podstawie doświadczenia i porównywania z literaturą przedmiotu, także wagi, średnicy, metalu oraz kontekstu znaleziska (w przypadku znalezisk archeologicznych), • stan V, bardzo dobry – monety z bardzo znacznym stopniem zużycia. Pojedyncze litery legendy i niektóre detale rysunku nieczytelne. Nadal można określić monetę, jednak niektórych danych nie można już odczytać. Data bądź jej część może jednak nie być czytelna. Znak mennicy może nie być rozpoznawalny, • stan IV, piękny – monety z dość znacznymi śladami zużycia, które nie mają jednak wpływu na czytelność konturów rysunku; legendy powinny być w pełni czytelne, • stan III, bardzo piękny – monety z nieznacznymi śladami zużycia w obiegu, lekkimi wytarciami wyższych partii reliefu, drobnymi rysami, małymi skaleczeniami brzegu monety, • stan II, znakomity – monety z nieznacznymi uszkodzeniami powstałymi w mennicy w trakcie produkcji lub w czasie transportu. Monety przeznaczone do obiegu, lecz wycofane z niego przed pojawieniem się charakterystycznych wytarć lub zarysowań. Powinien być widoczny połysk stempla, • stan I, menniczy – monety nieużywane jako środek płatniczy i nienoszące śladów użytkowania. Nie mają defektów, zarysowań i śladów czyszczenia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Doliński, *ABC Numizmatyka*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1971, s. 7, A. Mikołajczyk, *Monety stare i…*, op. cit., s. 42., R. Pieńkowski, *Stan zachowania monet*, https://www.nbportal.pl/wiedza/numizmatyka/vademecum-kolekcjonera/stan-zachowania/stan-zachowania-monet [dostęp 12.03.2021], W. Terlecki, *Tabela stanu monet*, „Biuletyn Numizmatyczny", nr 2, 1965, s. 15.

Wśród numizmatyków największą popularnością cieszyła się siedmiostopniowa skala oceny stanów zachowania monet zaprezentowana przez R. Pieńkowskiego. Stosowano ją zarówno w badaniach naukowych, muzeach, jak i w obrocie walorami numizmatycznymi.

W dwudziestym pierwszym wieku rola tradycyjnej skali została ograniczona przez powszechne korzystanie ze skali Sheldona[351]. Wiązało się to ze wzrostem mody na tzw. **grading monet** – profesjonalną ich ocenę przez uznane międzynarodowo firmy. W amerykańskiej numizmatyce zjawisko to pojawiło się już w latach 70. dwudziestego wieku. Najważniejsze podmioty oferujące takie usługi to Numismatic Guaranty Corporation (NGC)[352], Professional Coin Grading Service (PCGS)[353], American Numismatic Association Certification Service (ANACS)[354] oraz Independent Coin Graders (ICG)[355]. Próby wprowadzenia na rynek polskiego gradingu przez Gliwickie Centrum Numizmatyczne[356], Krakowski Salon Numizmatyczny Gibon[357], DGG Grading[358] oraz Polskie Centrum Gradingu zakończyły się niepowodzeniem. W związku z równoległym ich udziałem w handlu monetami pojawiły się zarzuty o nieprofesjonalną ocenę ich stanu zachowania. Za pomocą gradingu kolekcjonerzy dokonują:

- profesjonalnej oceny stanu zachowania,
- potwierdzenia autentyczności,
- umieszczania monety w hermetycznym opakowaniu, odpornym na wpływ otoczenia,
- nadania monecie indywidulanego numeru rejestracyjnego umieszczonego w powszechnie dostępnej bazie internetowej[359].

Ocena stanu zachowania dokonywana jest przez firmy gradingowe za pomocą wspomnianej już wcześniej 70-stopniowej skali Sheldona. Prezentuje ją tabela 10.

---

[351] Dr William H. Sheldon opracował swoją skalę oceny monet w 1949 roku w stosunku do oceny amerykańskich monet centowych, nie tworzy ona jednak siedemdziesięciu odrębnych numerów. W jego założeniu moneta w idealnym stanie zachowania oceniona na 70 powinna być tyle razy droższa od monety w najgorszym stanie ocenionym na 1. Skala Sheldona została upowszechniona w latach 70. dwudziestego wieku po jej modyfikacji przez Amerykańskie Stowarzyszenie Numizmatyków. Firmy profesjonalnie zajmujące się oceną stanu zachowania monet stosują ją jako podstawową.
[352] https://www.ngccoin.com/ [dostęp 16.03.2021].
[353] https://www.pcgs.com/ [dostęp 16.03.2021].
[354] https://www.anacs.com/ [dostęp 16.03.2021].
[355] https://www.icgcoin.com/ [dostęp 16.03.2021].
[356] https://eccgrading.pl/ [dostęp 16.03.2021].
[357] http://grading.ksngibon.pl/ [dostęp 16.03.2021].
[358] http://dgggrading.pl/ [dostęp 16.03.2021].
[359] T. Witkiewicz, *Inwestowanie w monety. Numizmatyka – alternatywny sposób inwestowania i dywersyfikacji portfela inwestycyjnego*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2008, s. 92.

Tabela 10. Skala stanu zachowania monet Sheldona

Oznaczenie	Rozwinięcie skrótu
MS 70, MS 69, MS 68, MS 67, MS 66, MS 65, MS 64, MS 63, MS 62, MS 61, MS 60	*Mint State* (menniczy)
AU 58, AU 55, AU 53, AU 50	*About Uncirculated* (okołomenniczy)
EF45/XF45, EF40/XF40,	*Extremly Fine* (znakomity)
VF 35, VF 30, VF 25, VF 20	*Very Fine* (bardzo piękny)
F 15, F 12	*Fine* (piękny)
VG 10, VG 8	*Very Good* (bardzo dobry)
G 6, G 4	*Good* (dobry)
AG 3	*About Good* (około dobry)
FR 2	*Fair*
PO 1	*Poor*

Źródło: T. Witkiewicz, K. Wąsala, *Numizmatyka bez tajemnic, czyli wszystko o kolekcjonowaniu monet od początku*, Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz, Szczecin 2009, s. 103.

Popularność gradingu monet rośnie pomimo krytyki, z jaką spotyka się on wśród bardziej zaawansowanych numizmatyków. Bardzo często dochodzi do sytuacji, gdy ta sama moneta ponownie poddawana ocenie uzyskuje noty zdecydowanie wyższe. Prowadzi to do wielokrotnego gradowania tych samych egzemplarzy u różnych firm świadczących te usługi ze słusznym założeniem, że docelowo uzyska się oczekiwany wynik. Efektem tych działań jest stały wzrost przyznawanych not. Na początku dwudziestego pierwszego wieku oceny na poziomie MS 62–MS 63 były traktowane jako wybitne. Po dwudziestu latach stały się normą, a coraz częściej przyznawane są oceny z zakresu MS 65–MS 66. Doświadczeni szefowie domów aukcyjnych ironizują, że Amerykanie, mając bardzo małą liczbę prawdziwie unikalnych monet, stworzyli rzadkości przez ekstremalnie rozbudowany system ich ocen, który mimo to jest nadal zależny od subiektywnej opinii gradera. Zbliżone wnioski wysunął już w latach 60. dwudziestego wieku Tadeusz Kałkowski, jeden z nestorów polskiej współczesnej numizmatyki, oceniając funkcjonowanie skali Sheldona[360].

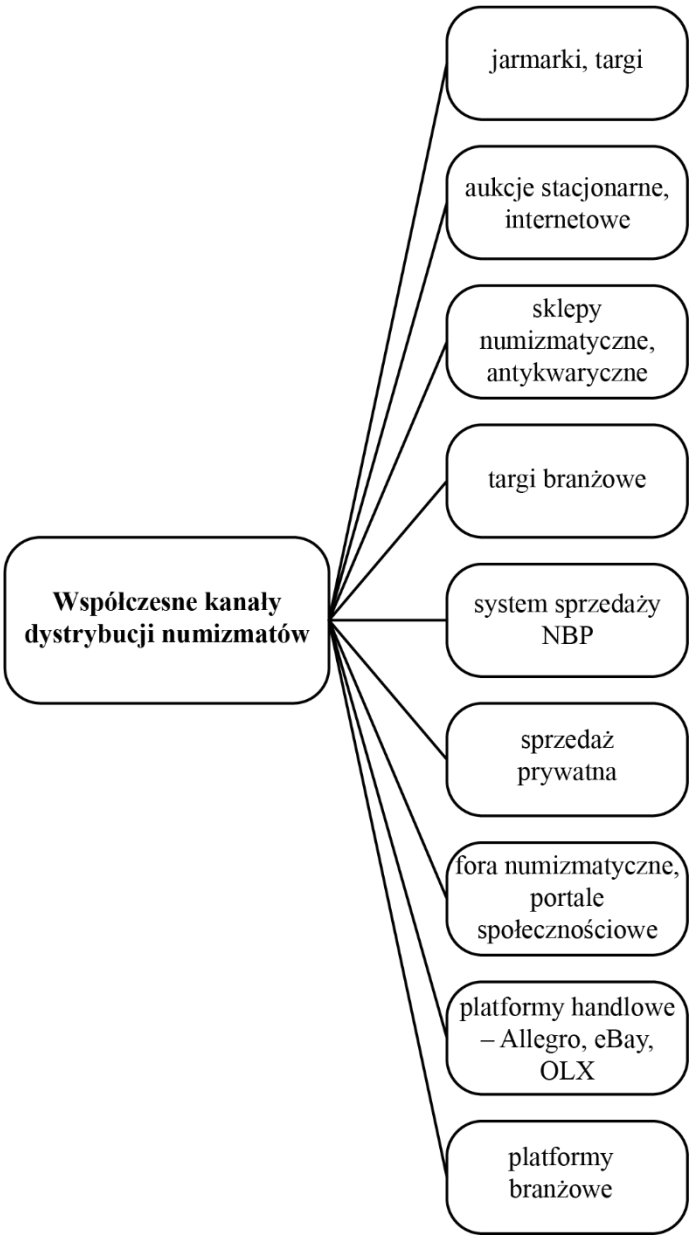
2.4. Organizacja rynku numizmatycznego w Polsce

Jak już wspomniano, podstawy współczesnego rynku numizmatycznego w Polsce wykształciły się na początku lat 90. w ramach urynkowienia gospodarki. Sprzedaż numizmatów, ograniczona w czasach PRL do sklepów Desa oraz transakcji pomiędzy kolekcjonerami, została podzielona pomiędzy nowe, liczne kanały dystrybucji. Powstało wiele sklepów numizmatycznych lub antykwarycznych. Prywatni

[360] T. Kałkowski, *Urimare – pogromczyni piratów*, „Biuletyn Numizmatyczny", nr 9, 1966, s. 15.

sprzedawcy wystawiali swój asortyment na wszechobecnych targowiskach i jarmarkach. W latach 1990–1995 nowo utworzone domy aukcyjne rozpoczęły organizowanie profesjonalnych aukcji numizmatycznych. Do prekursorów należały Gdański Gabinet Numizmatyczny, Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Polskie Towarzystwo Numizmatyczne (początkowo niedziałające na zasadach komercyjnych, prowadząc pośrednictwo jedynie społecznie dla członków organizacji). Współczesne kanały dystrybucji numizmatów przedstawia schemat 3.

Schemat 3. Współczesne kanały dystrybucji numizmatów



Źródło: opracowanie własne.

Z wyszczególnionych sposobów wymiany handlowej w latach 90. dwudziestego wieku dużą popularnością cieszyły się targi, jarmarki, bazary, itp. Wiele osób prywatnych, niemogących wcześniej w czasach PRL sprzedać własnych lub odziedziczonych kolekcji, wystawiało swoje walory lub oferowało je pośrednikom. Utrudniony dostęp do wiedzy pozwalał profesjonalnym uczestnikom rynku na zakupy unikatów po atrakcyjnych cenach. Oferowane były następnie w sklepach stacjonarnych lub na organizowanych aukcjach. Handel numizmatami na targach oraz jarmarkach prowadzony jest w dalszym ciągu, jednak coraz częściej przybiera postać imprez tematycznych. Wśród najpopularniejszych można wymienić:

- Ogólnopolską Giełdę Rzeczy Dawnych i Osobliwości w Łodzi,
- Warszawską Giełdę Kolekcjonerską,
- Targi Staroci pod Iglicą w Warszawie,
- Giełdę Staroci Maria Magdalena we Wrocławiu,
- Rynek Staroci w Białymstoku,
- Warszawskie Targi Antyków i Sztuki Użytkowej,
- Giełdę kolekcjonerską w Bydgoszczy,
- Bytomskie Jarmarki Staroci,
- Cieszyńskie Targi Staroci,
- Jurajski Jarmark Staroci w Częstochowie,
- Jarmark św. Dominika w Gdańsku,
- Ogólnopolski Nadwiślański Jarmark Staroci w Grudziądzu,
- Jeleniogórski Jarmark Staroci i Osobliwości,
- Śląską Giełdę Kolekcjonerów w Katowicach,
- giełdę kolekcjonerską w Kielcach,
- giełdę staroci pod Halą Targową w Krakowie,
- Lubelską Giełdę Staroci,
- Jarmark Kolekcjonerski Pod Zamkiem w Olsztynie,
- giełdę staroci w Poznaniu,
- Rzeszowskie Targi Staroci,
- giełdę kolekcjonerską w Szczecinie,
- giełdę kolekcjonerską na Kole w Warszawie,

- Targi Monety Expo Warsaw,
- Flohmarkt we Wrocławiu,
- Jarmark Hetmański w Zamościu[361].

Pomimo przemian związanych z upowszechnieniem się dostępu do Internetu, sklepy numizmatyczne oraz antykwaryczne nadal funkcjonują, choć ich właściciele starają się wykorzystywać w swojej codziennej pracy nowinki technologiczne. Poza stacjonarną sprzedażą sklepową, występowaniem na jarmarkach czy targach branżowych, łączą swoje siły w ramach internetowego serwisu branżowego Numimarket.pl. W gronie najważniejszych, obecnych tam podmiotów znajdują się:

- Kolekcjoner Gdańsk,
- MNL Marek Warakomski,
- Antykwariat Numizmatyczny Teriaca,
- Dom Monet,
- Gdański Gabinet Numizmatyczny,
- Kolekcjoner Wrocław,
- Silva Kraków,
- Salon Numizmatyczny FJODA Kraków,
- Schafran,
- Sklep Kolekcjonerski Bochman,
- Sklep Numizmatyczny Goldgrosch,
- Antykwariat Numizmatyczny Mariusz Bochman,
- Dukat Kraków,
- Szerf Szczecin,
- BETEL Ryszard Łazarz,
- Sklep Bielik,
- Mazowieckie Centrum Kolekcjonerskie PAMASL,
- E-Hobby,
- NUMIS-MATICA,

[361] http://www.kochamantyki.pl/kalendarium/caloroczne-kalendarium-gield.html [dostęp 07.03.2021].

- Giemon,
- CoinsNet,
- Sklep Numizmatyczny.com,
- Sklep Aureus,
- NUMIZ-JANA,
- TALAR RR,
- Antykwariat Stare Monety,
- Voyonick Collections,
- Arte Numismatica,
- Krzysztof Mariusz Dąbrowski Monety Kolekcjonerskie,
- Monety.gdynia.pl,
- Sklep Numizmatyczny Alegan,
- Gliwickie Centrum Numizmatyczne,
- Coins Market,
- eNumizmatyczny.pl,
- Antykwariat Numizmatyczny Krzysztof Świątoniowski,
- Opolskie Centrum Numizmatyczne,
- Scientia,
- Monetikon,
- Wojmar,
- NumisPoland.pl,
- ROD-POL Kraków,
- Numizmatyka Toruń Artur Brzeziński,
- PDA Sergiusz Stube,
- Hurtownia akcesoriów numizmatycznych MM Group Marcin Trzeciak,
- Arkadia Sklep numizmatyczny[362].

Sklepy oraz domy aukcyjne, prezentujące na platformie swoją ofertę, utrzymują łącznie w stałej sprzedaży około 100 tys. przedmiotów o zróżnicowanej wartości – od kilku złotych do

[362] www.numimarket.pl [dostęp 07.03.2021].

200 tys. złotych za sztukę. Zgromadzenie tak bogatej oferty w ramach działalności serwisu Numimarket.pl pozwoliło mu stać się jednym z najważniejszych liderów na rynku monet, konkurującym ze znanymi, ogólnymi platformami sprzedażowymi.

Do 2017 roku lista domów aukcyjnych organizujących profesjonale aukcje numizmatyczne ograniczona była do zaledwie kilku podmiotów. Znaczna część obrotu pozostałych firm generowana była za pośrednictwem platformy handlowej Allegro. Konkurencyjne eBay oraz OLX nie zyskały popularności ani wśród wystawiających, ani kupujących. Korzystają z nich zwykle osoby nieinteresujące się numizmatyką, pragnące jedynie sprzedać przedmioty będące ich własnością. Sytuację zmieniła diametralnie znaczna podwyżka opłat wprowadzona przez Allegro w maju 2017 roku. Koszty sprzedaży w dziale „Kolekcje" wzrosły średnio o 2 pp. do 9%. Był to finał negatywnych zmian przeprowadzonych w obszarze organizacji handlu numizmatami. We wcześniejszych latach ograniczono sprzedaż złotych monet oraz zlikwidowano niezwykle popularne forum dyskusyjne – Cafe Allegro, będące źródłem wiedzy dla młodych adeptów numizmatyki[363]. Zdecydowana większość domów aukcyjnych po kilku próbach tworzenia własnych portali sprzedażowych skorzystała z oferty nowo utworzonej platformy aukcyjnej Onebid.pl. Spowodowało to szybki wzrost liczby profesjonalnych aukcji – zarówno tych internetowych, jak i powiązanych z nimi licytacji stacjonarnych w 2018 roku (wykres 1). Poza systemem aukcyjnym Onebid.pl pozostał jeden z liderów rynku Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk, mający już wieloletnie doświadczenie we wdrażaniu własnego rozwiązania aukcyjnego – Aukcjamonet.pl.

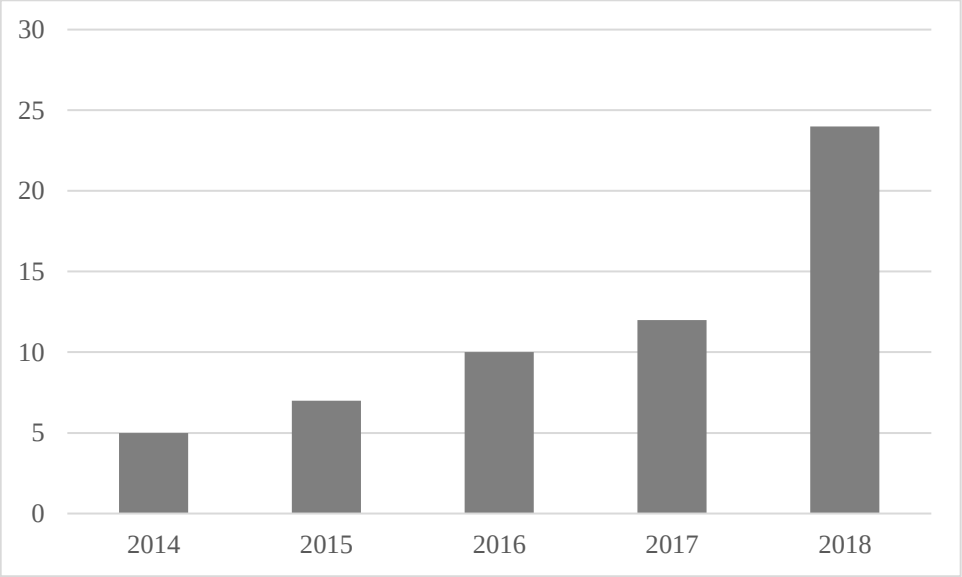
Przeorganizowanie rynku domów aukcyjnych doprowadziło do wyłonienia się trzech firm wiodących. Są to: Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk, Gabinet Numizmatyczny Damian Marciniak oraz Warszawskie Centrum Numizmatyczne[364]. Szybki i stabilny rozwój przeżywają również Warszawski Dom Aukcyjny, Rzeszowski Dom Aukcyjny oraz Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcicki. Poza wymienionymi, podmiotami aktywnymi na rynku aukcyjnym są: Polskie Towarzystwo Numizmatyczne, Poznański Dom Aukcyjny, Numimarket.pl, Antykwariat Damian Janas, Stary Sklep Sylwester Kopyciński oraz Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik. Domy aukcyjne funkcjonują w zróżnicowanej

---

[363] D. Marciniak, *Pożegnanie dobrej numizmatyki z allegro*, „Przegląd Numizmatyczny" nr 2 (97), 2017, s. 34–37.
[364] J. Miliszkiewicz, *Monety są lepszą inwestycją niż obrazy*, https://pieniadze.rp.pl/inwestycje/alternatywne/18460-inwestowanie-w-monety [dostęp 7.03.2021].

formie prawnej: spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą, organizacje pozarządowe.

Wykres 1. Liczba profesjonalnych aukcji numizmatycznych (2014–2018)



Źródło: opracowanie własne

Polscy kolekcjonerzy i inwestorzy korzystają szeroko także z oferty zagranicznych domów aukcyjnych. Tendencja odpływu najlepszych numizmatów z kraju, powszechna w okresie PRL i na początku lat 90., odwróciła się. Wybitne egzemplarze monet kupowane są w niemieckich, amerykańskich, angielskich czy szwajcarskich domach aukcyjnych i trafiają do rodzimych zbiorów. Oferta polskich monet najczęściej pojawia się za granicą w firmach: Katz Auction, Haritage Auctions, Stacks's Bowers and Ponterio, WAG, Künker, Emporium Hamburg, H. D. Rauch, Baldwin's of St. James's, Spink UK, The New York Sale, Ira & Larry Goldberg Coins & Collectibles Inc., Gorny & Mosch, Hess Divo oraz Sincona[365].

Jednym z ważnych segmentów rynku numizmatycznego jest **sprzedaż monet kolekcjonerskich przez NBP**, która istnieje w pewnym oddzieleniu od obszaru będącego pod kontrolą domów aukcyjnych. Wynika to z niejednoznacznej oceny tych monet przez środowisko numizmatyczne. O kontrowersjach zawiązanych z działaniem NBP w tym obszarze wspomniano w podrozdziale 2.1. Wybijanie monet kolekcjonerskich w znacznych liczbach

[365] https://www.sixbid.com/en [dostęp 7.03.2021].

upowszechniło się w czasach PRL. Ich sprzedaż i dystrybucja była jednym z ważniejszych elementów funkcjonowania Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego. Stały się one istotnym przedmiotem obrotu numizmatycznego, zwłaszcza w sklepach oraz na portalach numizmatycznych. Jednak rynek aukcyjny (starsze domy aukcyjne) nie traktował ich jako atrakcyjnego waloru. Należy podkreślić, że ceny tych monet zachowują się w zbliżony sposób do starszych numizmatów. Ich kwota nie jest wprost zależna od wartości kruszcu. Decyduje o niej rzadkość, wiek oraz przynależność do unikatowych serii[366]. NBP prowadzi sprzedaż nie tylko monet kolekcjonerskich. Zgodnie z uchwałą zarządu NBP zakres przeznaczonych do handlu wartości kolekcjonerskich jest dużo szerszy, obejmuje mianowicie:

- złote i srebrne monety kolekcjonerskie,
- banknoty kolekcjonerskie,
- numizmaty: banknoty i monety, które nie wprowadzono do obiegu lub zostały z niego wycofane,
- zestawy kolekcjonerskie,
- złote monety uncjowe.

Sprzedaż prowadzona jest równolegle za pomocą kilku kanałów dystrybucji: oddziałów okręgowych NBP, punktu sprzedaży w Centrum Pieniądza NBP im. Sławomira Skrzypka, mobilnych punktów sprzedaży NBP, Departamentu Emisyjno-Skarbowego NBP, sklepu internetowego obsługiwanego przez NBP oraz dystrybutorów[367]. Zestawienie wartości kolekcjonerskich proponowanych przez NBP łączy w sobie elementy zarówno wchodzące w skład szeroko rozumianej numizmatyki, jak i elementy inwestycji w kruszce. Monety bulionowe są odpowiednikiem inwestycji w sztabki złota. Ich cena jest wprost uzależniona od cen metali szlachetnych, często nawet nie posiadają one nominału. Poza polskim Orłem Bielikiem dużą popularnością cieszą się emitowane w RPA Krugerrandy, kanadyjski Liść Klonowy, austriacki Wiedeński Filharmonik, angielskie Suwereny, pochodzący z USA Amerykański Orzeł, chińska Panda oraz australijski Kangur[368].

---

[366] K. Borowski, K. Chałupczak, *Czynniki determinujące ceny monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu", nr 26, 2010, s. 4–10.
[367] Uchwała nr 43/2013 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 5 grudnia 2013 r. w sprawie warunków i zasad sprzedaży przez Narodowy Bank Polski monet, banknotów i numizmatów przeznaczonych na cele kolekcjonerskie oraz na inne cele.
[368] U.M. Gierałtowska, *Bezpośrednie i pośrednie inwestycje…*, op. cit., s. 129.

Wartość rynku numizmatycznego w Polsce nie została dotychczas określona. Istnieją jedynie bardzo ogólne szacunki określające liczbę kolekcjonerów monet na około 100 tys. osób, a wartość zgromadzonych przez nich przedmiotów na blisko 5 mld złotych[369]. Na dojrzałych rynkach numizmatycznych podobne szacunki prowadzono już w latach 60. ubiegłego stulecia. Amerykańskie środowisko numizmatyków stanowiło wówczas około 10 mln osób[370]. Szersze badania obejmujące całą grupę kolekcjonerów (niezależnie od typu zainteresowań) wykazały, iż w 2/3 gospodarstw domowych w USA jest przynajmniej jeden kolekcjoner, a 22% z nich traktuje swoje zainteresowania jako inwestycję[371]. Wartość obrotów na rynku numizmatycznym w Polsce nie jest jednak znana. Wynika to z braku jego szerszej instytucjonalizacji oraz mnogości kanałów sprzedaży. Informacje na temat transakcji są rozproszone i nie są zbiorczo gromadzone przez uczestników rynku. Istnieje możliwość utworzenia bazy danych w oparciu o rynek aukcyjny na podstawie informacji z publikowanych katalogów aukcyjnych oraz poaukcyjnych list wynikowych.

Transformacja technologiczna związana z powszechnym dostępem do Internetu umożliwiła milionom użytkowników inwestycje w numizmaty. Na ogólnych portalach sprzedażowych pojawiły się specjalne działy poświęcone kolekcjonerstwu. Każda aukcja zyskała tysiące potencjalnych oferentów[372]. Ekspansja handlu numizmatyką w sieci miała miejsce również na polskim rynku do 2017 roku. Na platformie Allegro każdego dnia dokonywano około 45 tys. aukcji. Zawierano dziennie ponad 3 tys. transakcji[373]. Powody jej zakończenia zostały przedstawione w poprzedniej części rozdziału. Równolegle rozwijał się rynek profesjonalnych aukcji organizowanych przez domy aukcyjne. Ewoluowały one z form stacjonarnych z udziałem licytujących na sali (możliwa była również licytacja pocztowa oraz telefoniczna) w mieszane, stacjonarno-internetowe, a nawet w odbywające się wyłącznie w sieci. Pomimo szerokiej dostępności portali handlowych, najlepsze i zarazem najdroższe okazy numizmatyczne trafiały do właścicieli za pośrednictwem domów aukcyjnych.

---

[369] A. Kozicka-Puch, *Nie wszystko złoto*, http://biznes.onet.pl/nie-wszystko-zloto/k938r [dostęp 07.02.2021].
[370] *Kronika zagraniczna*, „Biuletyn Numizmatyczny", nr 2, 1965, s. 37.
[371] B.J. Burton, J.P. Jacobsen, *Measuring Returns on Investments in Collectibles*, „Journal of Economic Perspectives", Vol. 13, No. 4, 1999, s. 194–196.
[372] R. Kauffman, T.J. Spaulding, Ch.A. Wood, *Are Online Auction Markets Efficient? An Empirical Study of Market Liquidity and Abnormal Returns*, „Decision Support Systems", Vol. 48, No. 1, 2009, s. 3–13.
[373] T. Witkiewicz, *Podstawowe problemy rynku monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania", nr 15, 2009, s. 216.

2.5. Kwestie prawne i podatkowe związane z obrotem na rynku numizmatów

Problematyka prawna i podatkowa związana z szeroko rozumianą numizmatyką daleko wykracza poza kwestie ich zakupu i sprzedaży przez potencjalnych inwestorów. Dla instytucji państwowych niezwykle ważne są regulacje związane z odkryciami skarbów monetarnych, ewentualnym wprowadzaniem tego typu eksponatów do obrotu oraz wywozem monet zabytkowych poza granicę kraju[374]. Dla niniejszej pracy istotne jest jednak zaprezentowanie wycinka podstaw prawnych handlu numizmatami, zwłaszcza w połączeniu z praktyką rynkową ich stosowania.

Obrót monetami regulowany jest przepisami dotyczącymi rozbudowanej grupy przedmiotów kolekcjonerskich. Analizie należy poddać trzy najważniejsze kwestie podatkowe: płatność podatku od towarów i usług (VAT), podatku dochodowego oraz podatku od czynności cywilnoprawnych (PCC). W pierwszym przypadku decydującym dla obciążenia fiskalnego jest, czy sprzedaż jest prowadzona w ramach działalności gospodarczej. Z praktyki administracji skarbowej oraz orzecznictwa sądowego wynika, iż jest to kwestia rozpatrywana niezwykle indywidulanie, przy wzięciu pod uwagę jako kluczowego kryterium charakteru transakcji[375]. Interpretując przepisy, organy jako sprawę drugorzędną traktowały wartość, a nawet liczbę sprzedanych przedmiotów. W przypadku numizmatyka, który wykonał 733 transakcji na kwotę 45.348,11 złotych zarówno Wojewódzki Sąd Administracyjny[376], jak i Naczelny Sąd Administracyjny[377] orzekły, iż jego działania nosiły znamiona działalności gospodarczej i z tego tyłu podlega opodatkowaniu podatkiem od towarów i usług. Dla decyzji organów decydujące były następujące elementy stanu faktycznego prowadzonej sprzedaży:

- miała charakter zorganizowany (zarejestrowano trzy odrębne konta na portalu aukcyjnym oraz odrębne konto bankowe),
- była wykonywana w sposób samodzielny,
- miała charakter ciągły,

---

[374] B. Kaczorowska, M. Kaczorowska, *Ochrona zabytków numizmatycznych*, „Ochrona Zabytków", nr 1–4, 2010, s. 289–294.
[375] T. Dziadura, *Aspekty podatkowe kolekcjonerstwa*, Sesja numizmatyczna Gabinetu Numizmatycznego Damiana Marciniaka – wykład, Warszawa 2018.
[376] https://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/DE87719849 [dostęp 14.02.2022].
[377] https://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/F19ACA9E80 [dostęp 14.02.2022].

- transakcje dokonywane były w sposób częstotliwy[378].

W innym przypadku dotyczącym sprzedaży ponad 2.500 monet pochodzących z prywatnej kolekcji Dyrektor Izby Skarbowej w Bydgoszczy w ramach interpretacji indywidulanej[379] przychylił się do zdania wnioskodawcy i uznał, iż jej sprzedaż, nawet długotrwała, nie będzie stanowiła podstawy do opodatkowania podatkiem od towarów i usług. Organ dał wiarę, iż jest to kolekcja stanowiąca prywatny majątek, budowana w ciągu kilkudziesięciu lat życia kolekcjonera i jej sprzedaż nie ma związku z chęcią stałego zarobkowania.

Ustalenie obowiązku podatkowego w zakresie VAT nie zamyka problematyki podatku od towarów i usług w przypadku numizmatów. Wyjaśnienia wymaga dodatkowo stawka, jaką obciążone są transakcje. Zależnie od typu podmiotu, który jest sprzedawcą stosuje się stawkę 23% lub procedurę VAT marża ze stawką 8%. Zgodnie z art. 120 Ustawy z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług opodatkowanie VAT marża może mieć zastosowanie w przypadku nabycia przedmiotów kolekcjonerskich od:

- osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej,
- innych przedsiębiorców korzystających również z procedury VAT marża,
- innych przedsiębiorców korzystających ze zwolnienia z podatku VAT[380].

W procedurze VAT marża podstawą opodatkowania podatkiem jest marża stanowiąca różnicę między kwotą sprzedaży a kwotą nabycia pomniejszoną o kwotę podatku.

Sprzedaż numizmatów poza prowadzeniem działalności gospodarczej obciążona jest podatkiem PCC. Jest on naliczany w wysokości 2% od sprzedaży, jeżeli wartość transakcji przekroczy 1000 złotych. Obowiązek podatkowy musi spełnić strona kupująca.

Podatek dochodowy również nie jest uregulowany w sposób jednolity. Z punktu widzenia inwestorów prywatnych jest to najbardziej istotna kwestia. Podmioty obracające numizmatami w ramach działalności gospodarczej są nim obciążone na zasadach ogólnych. W przypadku dokonywania sprzedaży z majątku prywatnego nie podlega się opodatkowaniu,

---

[378] http://www.russellbedford.pl/aktualnosci/zmiany-w-podatkach/item/652-nsa-kolekcjonerzy-rowniez-placa-vat.html [dostęp 14.02.2022].
[379] https://e-prawnik.pl/interpretacje-podatkowe/itpb14511-85315ak.html [dostęp 14.02.2022].
[380] M. Sądej, *Działalność gospodarcza polegająca na handlu w Internecie banknotami i monetami kolekcjonerskimi*, https://www.spolkowy.pl/dzialalnosc-gospodarcza-polegajaca-na-handlu-w-internecie-banknotami-i-monetami-kolekcjonerskimi,701,p.html [dostęp 14.02.2022].

jeżeli minęło sześć miesięcy od zakończenia miesiąca, w którym nastąpił zakup przedmiotu[381]. Przy znacznym wzroście wartości budowanej kolekcji i udanej jej sprzedaży całość osiągniętych zysków może pozostać nieopodatkowana, tym bardziej że podatek PCC obciąża kupującego. W zestawieniu z obciążeniami fiskalnymi dotyczącymi inwestycji klasycznych system podatkowy jest niezwykle korzystny dla inwestowania w numizmatykę.

Interdyscyplinarny charakter pracy, wynikający zwłaszcza z wyjątkowej specyfiki przedmiotu obrotu stworzył konieczność zaprezentowania podstawowych elementów numizmatyki. Historia pieniądza na ziemiach polskich powiązana z przemianami społeczno-gospodarczymi posłuży do stworzenia na dalszym etapie badań właściwych kategorii numizmatycznych, stanowiących element narzędzi do syntetycznej oceny rynku. Ewolucja roli numizmatyków i wykształcenie się grupy inwestorów stały się jedną z podstaw przemian w organizacji współczesnego obrotu monetami. Wiedza o typach monet, ich chronologii oraz występowaniu jest niezbędna do prawidłowego poruszania się po rynku aukcyjnym i dobrania prawidłowej próby badawczej. Analizy katalogów aukcyjnych, list wynikowych oraz opisów licytowanych numizmatów wymagają opanowania podstawowych zwrotów, charakterystycznych dla numizmatyki jako nauki pomocniczej historii. Został ku temu stworzony słownik zawierający wybrane definicje. Wskazane zostały najważniejsze cechy numizmatów, na jakich opierają się ich rynkowe wyceny. Kryteria rzadkości oraz stanu zachowania monet będą stanowić podstawę do doboru właściwej próby do badań i są nieodzownym elementem budowy narzędzi do syntetycznej oceny rynku.

W rozdziale drugim zaprezentowano główne kanały dystrybucji numizmatów. Zmiany w organizacji rynku oraz ewolucja metod sprzedaży wskazały na rosnącą dominację aukcji jako formy zawierania transakcji. Przemiany następujące na rynku prowadzą do jego profesjonalizacji zarówno pod kątem podmiotów sprzedających monety, jak i kolekcjonerów, pełniących coraz częściej rolę inwestorów. Ocena sytuacji rynkowej przez zainteresowane strony wymaga stworzenia i korzystania z zewnętrznych narzędzi, tak aby była niezależna i pozbawiona czynników subiektywnych. Polski Indeks Numizmatyczny może być odpowiedzią na to zapotrzebowanie. Zaprezentowane najważniejsze kwestie prawne

---

[381] A. Suchta, *Wyprzedaż kolekcji – opodatkowanie VAT i PIT*, https://ksiegowosc.infor.pl/podatki/podatki-osobiste/pit/715136,Wyprzedaz-kolekcji-opodatkowanie-VAT-i-PIT.html [dostęp 14.02.2022].

i podatkowe dotyczące rynku numizmatycznego z jednej strony ukazały złożoność materii, z drugiej jednak stanowią ważny argument dla inwestorów indywidulanych na rzecz zaangażowania na rynkach emocjonalnych.

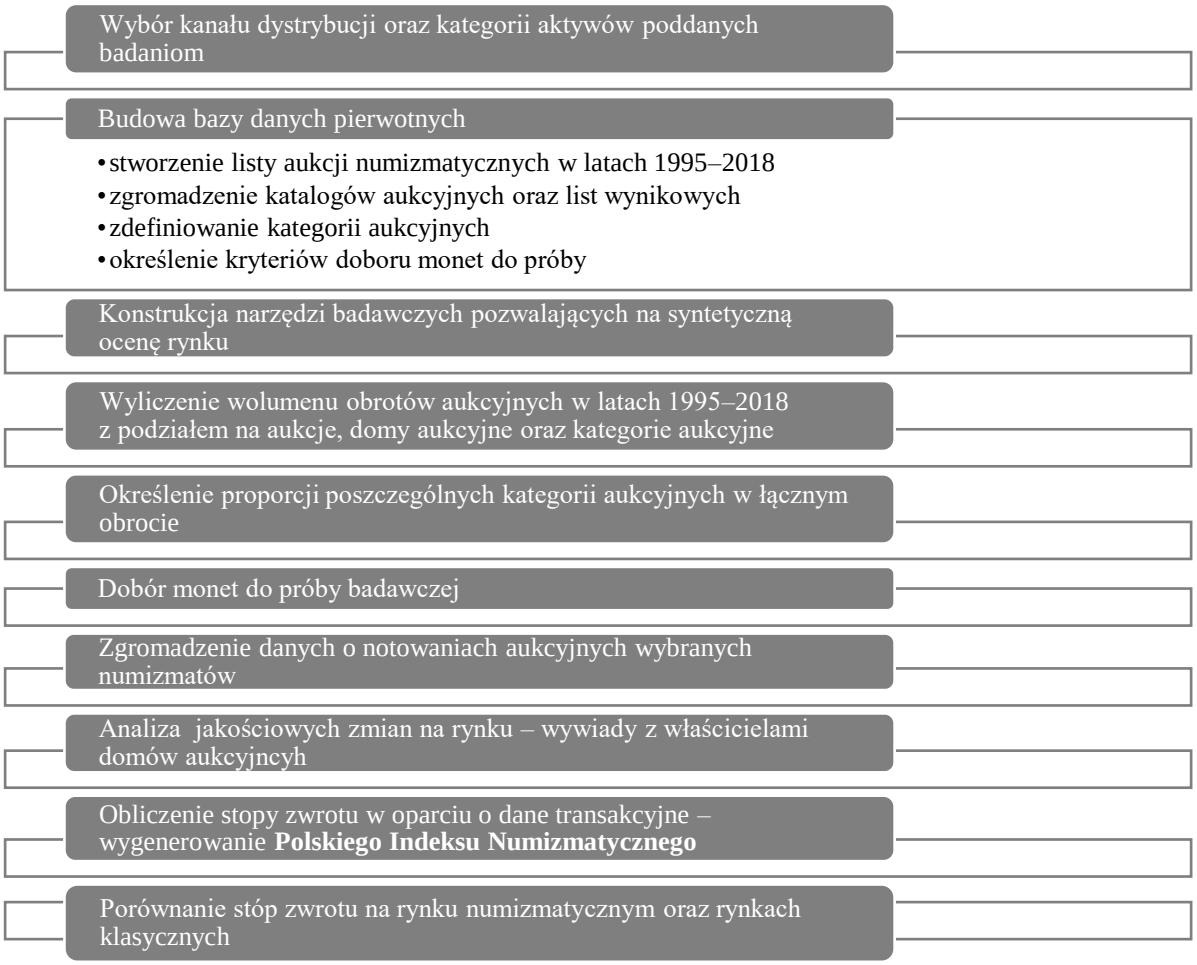
Rozdział 3
Rynek numizmatów w Polsce w świetle badań własnych

3.1. Metodyka badań pierwotnych

Badania własne prowadzące do realizacji celów pracy zostaną przeprowadzone w ramach trzech głównych etapów: budowy narzędzi badawczych, badań empirycznych rynku numizmatycznego oraz porównania segmentów rynków tradycyjnych z wybranym rynkiem emocjonalnym. Szczegółowe kroki badawcze prezentuje schemat 4. Główną wartością dodaną niniejszej rozprawy jest stworzenie indeksu obrazującego syntetycznie sytuację na rynku – Polskiego Indeksu Numizmatycznego (PIN). Ze względu na opisaną w rozdziałach 1 i 2 specyfikę rynku opracowanie takiego narzędzia związane jest z wieloetapową procedurą i wymaga przyjęcia pewnych założeń.

Organizacja współczesnego rynku numizmatów w Polsce, omówiona w poprzednim rozdziale, pozwala na wskazanie kluczowego elementu rynku, jaki zostanie poddany szczegółowym badaniom. **Z wszystkich kanałów dystrybucji monet najważniejszą pozycję zajmują aukcje organizowane przez profesjonalne domy aukcyjne**. To na nie trafiają przedmioty z całego przekroju historii numizmatyki, zostają poddane drobiazgowej ocenie oraz są opisywane przez najlepszych specjalistów w swojej dziedzinie. Wyniki aukcji stanowią bieżący wyznacznik cen transakcyjnych, zawieranych na otwartym rynku o wysokim dla tego segmentu inwestycji stopniu przejrzystości. Ceny sprzedaży są znane i podlegają archiwizacji w postaci list wynikowych z poszczególnych wydarzeń. W odróżnieniu od transakcji zawieranych na targach, jarmarkach oraz w sklepach numizmatycznych, istnieje możliwość stworzenia z nich bazy danych z podziałem na poszczególne lata i rodzaje monet. **Z powyższych powodów – merytorycznego, jakim jest kluczowe znaczenie tego kanału dystrybucji pod względem wolumenu obrotu i jakości przedmiotu obrotu oraz operacyjnego – tylko on daje możliwość wglądu w zawarte transakcje – to właśnie aukcyjny kanał sprzedaży monet wybrany został spośród pozostałych rodzajów dystrybucji do badań, mających za zadanie określenie stóp zwrotu oraz zmian wolumenu sprzedaży numizmatów w badanym okresie.**

Schemat 4. Procedura badawcza badań własnych



Źródło: opracowanie własne.

Osiągnięcie celów badawczych wymaga przeprowadzenia wielostopniowej procedury badawczej. **Pierwszym jej krokiem**, dokonanym jeszcze przed budową bazy danych podstawowych, winno być szczegółowe określenie przedmiotów poddawanych analizie, gdyż aukcje oferują ich szeroką gamę. Na tej podstawie zostanie stworzona baza wyników transakcyjnych. Każde działanie w zakresie badań pierwotnych wymaga dokonania wyboru odpowiednich narzędzi dostosowanych do specyfiki przedmiotu analiz. Kolejne etapy prac badawczych prowadzą od sprecyzowania wolumenu obrotów na aukcyjnym rynku numizmatycznym poprzez wyodrębnienie w jego całości wagi poszczególnych podokresów numizmatycznych, po dobranie na tej podstawie właściwej próby egzemplarzy monet, mającej być podstawą do weryfikacji stopy zwrotu z inwestycji. Dobór monet do badania jest doborem

celowym, opartym na ściśle określonych i opisanych poniżej kryteriach. Ze względu na brak standaryzacji przedmiotu badań takie ujęcie jest jedynym możliwym i merytorycznie uzasadnionym. Finałem tych działań będzie stworzenie **pierwszego polskiego indeksu numizmatycznego ukazującego zmiany stopy zwrotu w okresie długoletnim**, opartego na szerokiej bazie badanych podokresów numizmatycznych. Wygenerowane liczby zostaną porównane z wynikami osiąganymi z inwestycji na rynkach klasycznych – rynku akcyjnym oraz rynku obligacji.

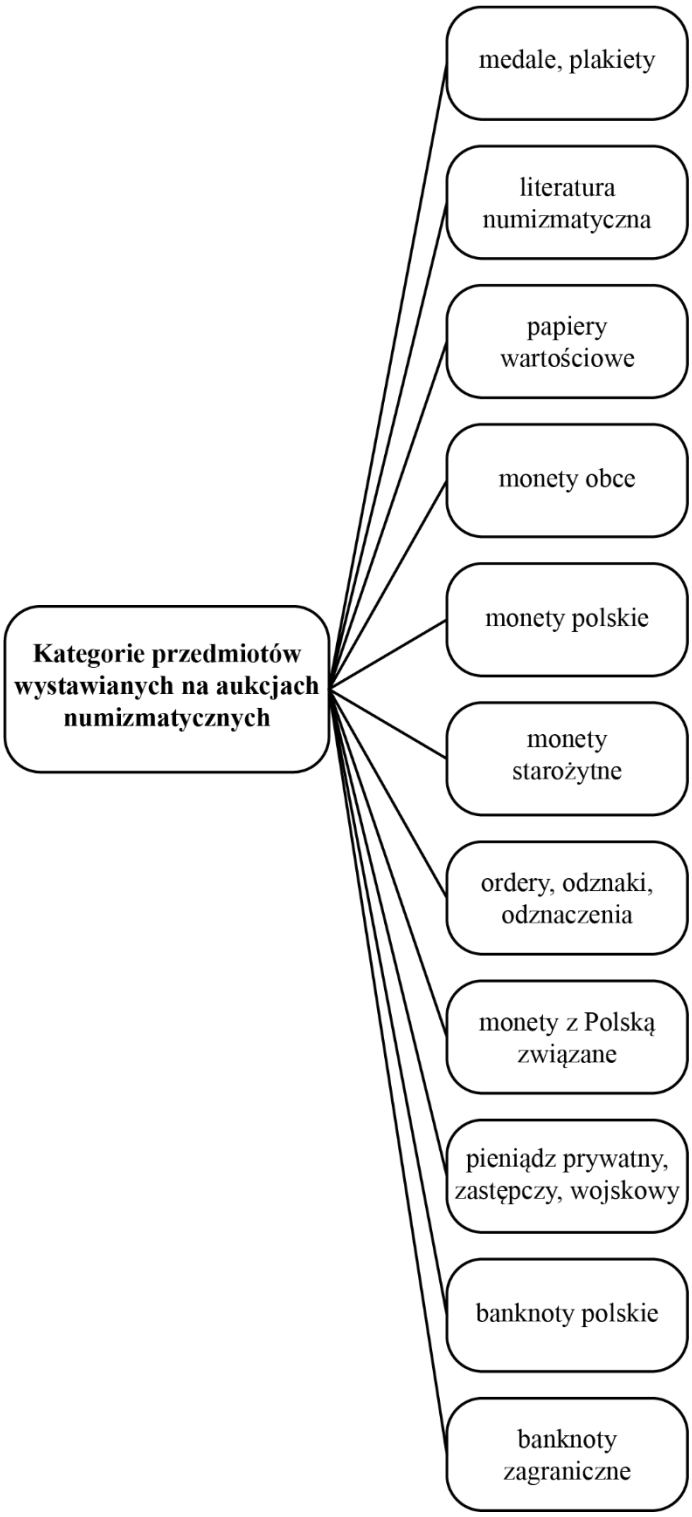
3.1.1. Baza danych pierwotnych – założenia i budowa

Oferta domów aukcyjnych prezentowana na aukcjach numizmatycznych zawiera szeroką gamę przedmiotów. Wykracza tym samym poza zakres obejmujący monety i banknoty. Osobne działy tworzy się dla medali, odznaczeń, literatury fachowej itp. Szczegółowym obiektem badań w niniejszej pracy będzie jasno skonkretyzowana grupa przedmiotów, stanowiąca podstawę obrotu na rynku numizmatycznym. **Analizie poddane zostaną transakcje zawierane w ramach obrotu monetami polskimi oraz monetami z Polską związanymi**. Wyróżnienie powyższych grup ukazuje schemat 5.

Podstawową bazę transakcji należy oprzeć na wynikach poszczególnych aukcji z wyodrębnieniem notowania dla każdej sprzedanej monety w ramach badanych kategorii. **Brak bazy aukcji numizmatycznych organizowanych w badanym okresie, tj. w latach 1995–2018 jest pierwszym problemem wymagającym rozwiązania.** Jak już wspomniano, rynek jest obszarem nieregulowanym, rozproszonym, nieposiadającym wspólnej platformy informatycznej. Z domów aukcyjnych funkcjonujących nieprzerwanie od wielu lat jedynie dwa prowadzą zinformatyzowaną bazę danych od pierwszej zorganizowanej aukcji. Są to Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk oraz Warszawskie Centrum Numizmatyczne[382]. Część organizatorów aukcji z lat 1995–2010 nie funkcjonuje już na rynku lub nie posiada nie tylko baz danych, ale nawet nie archiwizuje papierowych wersji swoich katalogów aukcyjnych.

[382] Bazy te dostępne są pod linkami: https://aukcjamonet.pl/ dla Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk i https://wcn.pl/auctions dla Warszawskie Centrum Numizmatyczne [dostęp 29.08.2021].

Schemat 5. Przedmiot obrotu na aukcjach numizmatycznych



Źródło: opracowanie własne.

Pomimo wskazanych powyżej trudności, **prace badawcze pozwoliły zbudować od podstaw jedyną pełną bazę aukcji organizowanych przez polskie domy aukcyjne specjalizujące się w numizmatyce.** Nie zawiera ona aukcji przeprowadzanych przy okazji spotkań środowiska kolekcjonerskiego oraz targów branżowych. Sporadycznie sprzedażą numizmatów zajmowały się także domy aukcyjne z innych branż – Antykwariat Wu-eL oraz Desa. One również nie zostały uwzględnione. Utworzoną listę aukcji zawiera tabela 11.

Tabela 11. Aukcje numizmatyczne w latach 1995–2018

Rok	Nazwa domu aukcyjnego oraz numer aukcji
1995	WCN 9, WCN 10, GGN 11, GGN 12
1996	WCN 11, WCN 12, GGN 13, GGN 14, PTN 6, PTN 7, PTN 8
1997	WCN 13, WCN 14, GGN 15, GGN 16, PTN 9
1998	WCN 15, WCN 16, GGN 17, GGN 18, PTN 10, PTN 11
1999	WCN 17, WCN 18, WCN 19, GGN 19, GGN 20, PTN 12, PDA/PGN 1
2000	WCN 20, WCN 21, WCN 22, GGN 21, GGN 22, PTN 13, PTN 14, PDA/PGN 2, PDA/PGN 3
2001	WCN 23, WCN 24, WCN 25, GGN 23, PTN 15, PTN 16, PDA/PGN 4
2002	WCN 26, WCN 27, GGN 24, GGN 25, GGN 26, GGN 27, PTN 17, PTN 18, PDA/PGN 5, MMWCN 1
2003	WCN 28, WCN 29, GGN 28, GGN 29, PTN 19, PTN 20, PDA/PGN 6, MMWCN 2
2004	WCN 20, WCN 31, GGN 30, GGN 31, GGN 32, PTN 21, PTN 22, PDA/PGN 7, MMWCN 3, HOB 1, HOB 2, GCN/OGN 1, KW 1, KW 2
2005	WCN 32, WCN 33, GGN 33, GGN 34, PTN 23, PDA/PGN 8, HOB 3, GCN/OGN 2, KW 3
2006	WCN 34, WCN 35, GGN 35, PTN 24, PTN 25, PDA/PGN 9, KW 4, KW 5, WDA/GDA 1
2007	WCN 36, WCN 37, PTN 26, PDA/PGN 10, KW 6, WDA/GDA 2
2008	WCN 38, WCN 39, GGN 36, PTN 27, PDA/PGN 11, KW 7, WDA/GDA 3
2009	WCN 40, WCN 41, PDA/PGN 12, KW 8, WDA/GDA 4
2010	WCN 42, WCN 43, WCN 44, PTN 28, PDA/PGN 13, KW 9, AN 1
2011	WCN 45, WCN 46, WCN 47, WCN 48, PDA/PGN 14, KW 10, AN 2
2012	WCN 49, WCN 50, WCN 51, WCN 52, PTN 29, KW 11, AN 3
2013	WCN 53, WCN 54, WCN 55, PTN 30, PDA/PGN 15, AN 4
2014	WCN 56, WCN 57, WCN 58, PTN 31, AN 5, AN 6
2015	WCN 59, WCN 60, WCN 61, WCN 62, PTN 32, AN 7, AN 8
2016	WCN 63, WCN 64, WCN 65, WCN 66, WCN 67, PTN 33, AN 9, AN 10
2017	WCN 68, WCN 69, PTN 34, WDA/MM 5, WDA/MM 6, AN 11, AN 12, AN 13, GNDM 1, GNDM 2, GNDM 3, ADJ 1
2018	WCN 70, WCN 71, PTN 35, WDA/MM 7, WDA/MM 8, WDA/MM 9, WDA/MM 10, AN 14, AN 15, AN 16, AN 17, AN 18, GNDM 4, GNDM 5, GNDM 6, ADJ 2, ADJ 3, RDA 1, NM 1, NM 2, SNMW 1, SNMW 2, SS 1, ANKK 1

Legenda

WCN – Warszawskie Centrum Numizmatyczne
GGN – Gdański Gabinet Numizmatyczny
PTN – Polskie Towarzystwo Numizmatyczne
PDA/PGN – Poznański Dom Aukcyjny/Podlaski Gabinet Numizmatyczny (aukcje częściowo organizowane wspólnie przez wymienione podmioty)
MMWCN – MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne
HOB – Hobbista
GCN/OGN – Gliwickie Centrum Numizmatyczne/Opolski Gabinet Numizmatyczny (aukcje częściowo organizowane wspólnie przez wymienione podmioty)
KW- Dom Aukcyjny Kazimierz Wonsik

WDA/GDA/MM – Warszawski Dom Aukcyjny/Gdyński Dom Aukcyjny/Monety i Medale (aukcje częściowo organizowane wspólnie przez wymienione podmioty) AN – Antykwariat Numizmatyczny Paweł Niemczyk/Michał Niemczyk (Michał Niemczyk przejął prowadzenie domu aukcyjnego po Pawle Niemczyku) GNMD – Gabinet Numizmatyczny Damian Marciniak ADJ – Antykwariat Dawid Janas RDA – Rzeszowski Dom Aukcyjny NM – Numimarket.pl SNMW – Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcicki SS – Stary Sklep Sylwester Kopyciński ANKK – Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik

Źródło: opracowanie własne.

Dokumentacja pojedynczej aukcji numizmatycznej składa się z dwóch elementów. Pierwszym z nich jest **katalog przedmiotów**, w którym identyfikowane i opisywane są one szczegółowo, w tym przedstawiany jest ich stan zachowania i pochodzenie. W przypadku wyjątkowo rzadkich monet katalog zawiera także ich historię wraz z dotychczasowymi notowaniami lub wszystkimi znanymi do tej pory egzemplarzami. Poza powyższymi danymi podawana jest również cena szacunkowa, jaką dany walor zdaniem domu aukcyjnego może osiągnąć oraz cena wywoławcza, zwana także ceną startową. Częstą praktyką jest sytuacja, gdy ceny szacunkowe oznaczają cenę minimalną, za jaką dom aukcyjny spodziewa się sprzedać dany walor, przewidując jednak, iż ostateczna cena będzie znacznie wyższa. Za największy sukces aukcji uznaje się nie tyle samą sprzedaż waloru, ale to, że cena transakcyjna znacznie przewyższyła cenę wywoławczą.

Po aukcji tworzony jest drugi dokument, kluczowy z punktu widzenia zgromadzenia danych do bazy podstawowej, **tzw. lista wynikowa**. Na jej podstawie można dowiedzieć się, czy dane walory sprzedały się oraz jakie ostatecznie osiągnęły ceny. Kompletna dokumentacja aukcji numizmatycznych za lata 1995–2018 powinna składać się ze 197 katalogów oraz 197 list wynikowych.

Dzięki przeprowadzonej przez autora szerokiej kwerendzie prywatnych archiwów numizmatyków, skupowi katalogów na aukcjach oraz wsparciu ze strony członków Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego, do niniejszych badań zgromadzono komplet katalogów aukcyjnych. Kwerenda miała miejsce w latach 2019–2020. W przypadku list wynikowych pozyskano 195 dokumentów. Zgodnie z wyjaśnieniami właścicieli domów aukcyjnych – dwie listy wynikowe nie powstały. Druga aukcja Gliwickiego Centrum Numizmatycznego oraz Opolskiego Gabinetu Numizmatycznego zakończyła się niepowodzeniem ze względu na termin

przypadający tuż po śmierci Jana Pawła II. Na trzeciej aukcji MM Wrocławskiego Centrum Numizmatycznego sprzedano tak niewiele walorów, iż ich spisu dokonał właściciel domu aukcyjnego w swoich prywatnych notatkach, niestety ich nie udostępnił. Biorąc pod uwagę powyższe, materiał zebrany w trakcie prac badawczych można uznać za kompletny. Około 200 tys. notowań aukcyjnych monet wraz z ich szczegółowym opisem stanowi gotową bazę podstawową do analizy numizmatycznego rynku aukcyjnego w latach 1995–2018.

3.1.2. Dobór próby badawczej

Realizacja poszczególnych celów badawczych (weryfikacja wolumenu oraz wyliczenie stopy zwrotu z inwestycji) wymaga budowy odrębnych baz danych pierwotnych. **Weryfikację wolumenu aukcji numizmatycznych w określonym czasie** można przeprowadzić jedynie w oparciu o zsumowane wyniki wszystkich aukcji. Należy zsumować ceny sprzedaży monet z podziałem na lata, aukcje oraz domy aukcyjne. Z katalogów aukcyjnych wybrane zostaną pozycje spełniające kryteria wskazane w zamierzeniach badawczych: monety polskie lub z Polską związane. Wymaga to przeglądu każdego notowania aukcyjnego i odrzucenia nieistotnych notowań, w tym medali, banknotów, monet obcych itp. W trakcie prac nad wolumenem badanego rynku istotne jest sumowanie wyników z **podziałem na poszczególne kategorie numizmatyczne**. Pozwoli to wyznaczyć proporcje, w jakich należy dobrać próbę do realizacji kolejnego celu szczegółowego, jakim jest określenie stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym.

By dokonać **wyliczenia stopy zwrotu z inwestycji**, należy do próby wybrać przedmioty spełniające określone kryteria. Monety w związku z tym powinny:

- charakteryzować się porównywalnym stanem zachowania oraz stopniem rzadkości w przypadku odmian,
- występować w określonej liczbie notowań rozłożonych w czasie,
- wchodzić w skład zdefiniowanych kategorii numizmatycznych,
- być dobrane zgodnie z odpowiednią proporcją w stosunku do obrotów osiągniętych w ramach poszczególnych kategorii numizmatycznych.

Posiadanie porównywalnego stanu zachowania monety jest warunkiem, którego spełnienie jest zdecydowanie najbardziej skomplikowane. Trudności w obiektywnej ocenie stanu zachowania zostały scharakteryzowane w rozdziale drugim wraz z opisem narzędzi

stosowanych do jego oceny. Określenie tego stanu jest oceną subiektywną dokonywaną zarówno przez dom aukcyjny, jak i przez potencjalnych nabywców. Istnieją oczywiście ogólnie przyjęte kryteria, którymi należy się kierować, jednak ostateczny opis danego przedmiotu sporządzany jest na podstawie decyzji ekspertów, opierających się na osobistym doświadczeniu i wiedzy. Domy aukcyjne, mając na uwadze swoją reputację, starają się dokonywać takich ocen jak najbardziej rzetelnie, pomimo to są często oskarżane o zawyżanie stanu zachowania monety, by sprzedać ją drożej. Zdarzają się sytuacje, gdy ten sam numizmat bywa różnie oceniony na kilku aukcjach na przestrzeni lat. W polskiej numizmatyce stosowano tradycyjnie siedmiostopniową skalę zachowania monet i to ona zostanie wykorzystana w procedurze badawczej niniejszej pracy.

Wyliczenie stopy zwrotu z inwestycji w monety wymaga dobrania do próby monet o identycznym lub zbliżonym stanie zachowania. W przypadku monet historycznych określenie „identyczne" należy jednak potraktować umownie, gdyż w rzeczywistości nie istnieją tożsame monety. Każda rysa, jakość wybicia, sposób zapatynowania itp., powodują znaczne różnice dostrzegalne gołym okiem. Oceny monet są też subiektywne – dla jednego numizmatyka dany eksponat będzie zachowany w stanie menniczym, dla innego w okołomenniczym lub nawet gorszym. Istnieją oczywiście określone zasady gradacji, co scharakteryzowano w podrozdziale 2.3. W przeważającej mierze są one jednak opisowe i pewne różnice w indywidulanym do nich podejściu są dopuszczalne. Idealną sytuacją dla porównania cen osiąganych na aukcjach przez poszczególne monety byłoby zebranie notowań dotyczących tego samego stanu zachowania, np. stan pierwszy menniczy lub stan drugi okołomenniczy według skali siedmiostopniowej. Niestety ze względu na ograniczoną liczbę sprzedawanych egzemplarzy wykluczyłoby to zdecydowaną większość monet. Na przestrzeni ponad dwudziestu lat dostępnych byłoby zaledwie kilka notowań, które nie pozwoliłyby na porównanie zmian cen w czasie. W związku z powyższym **do próby badawczej zostaną dobrane monety o zbliżonym stanie zachowania**. W przypadku monet z wszystkich podokresów (kategorii numizmatycznych), poza monetami II Rzeczypospolitej, brane pod uwagę będą egzemplarze w stanach II, II−, III+ oraz III. Monety II Rzeczypospolitej z uwagi na ich lepszy stan zachowania będą porównywane w grupie monet o stanach I, I–, II+, II. Numizmaty z okresu PRL oraz III Rzeczypospolitej nie będą brane pod uwagę w badaniach nad stopami zwrotu ze względu na zdecydowanie krótszy

zakres czasowy ich występowania w handlu na rynku aukcyjnym. Przyporządkowanie odpowiednich podokresów numizmatycznych przedstawia tabela 12.

Tabela 12. Dobór próby badawczej według stanów zachowania

Podokres numizmatyczny	Stany zachowania monet przyjętych do badań
Monarchia średniowieczna	II, II–, III+,III
Monarchia nowożytna	II, II–, III+,III
Czasy zaborów	II, II–, III+,III
II Rzeczypospolita	I, I–, II+, II
PRL	Nie występują w badaniu
III Rzeczypospolita	Nie występują w badaniu
Monety państw z Polską związanych	II, II–, III+,III

Źródło: opracowanie własne.

Kryterium rzadkości numizmatów określone będzie na podstawie **przyjętego założenia dotyczącego minimalnej liczby notowań w badanym okresie**. Istotne będą tu zwłaszcza notowania z lat 1995–1997 oraz 2016–2018 ze względu na konieczność zobrazowania cen w jak najdłuższej perspektywie czasowej. Założony jest warunek uwzględnienia monet o minimum 15 notowaniach w różnych latach.

Rzadkość monet w rozumieniu E. Hutten-Czapskiego istotna będzie w ramach doboru monet tego samego typu, ale różnych odmian. Z taką sytuacją zazwyczaj spotkać się można wśród monet starszych niż te pochodzące z dziewiętnastego lub dwudziestego wieku. Wynika to ze sposobu wybijania monet. Zużyte stemple zastępowane były nowymi, które często posiadały minimalne różnice w literach, ornamentach czy też wizerunkach władców. Odmiany te mają bardzo zróżnicowany stopień rzadkości, a co za tym idzie osiągają inne ceny podczas aukcji. W dobranej próbie badawczej powinny pojawić się monety tego samego lub zbliżonego stopnia rzadkości z eliminacją odmian występujących najrzadziej. Jest to niestety problematyczne ze względu na braki w opisach monet wystawionych na aukcjach, rozpoznanie niektórych odmian dopiero w trakcie badanego okresu lub też pomijanie oceny ich rzadkości, zwłaszcza w latach 90. dwudziestego wieku. Monety o największych nakładach wybijane były nawet w kilkudziesięciu odmianach. Porównanie tylko identycznych eliminowałoby większość pozycji z grupy badawczej.

Obliczenie stóp zwrotu z inwestycji w numizmatykę wymaga doboru odpowiedniej próby monet do badań. Nie może to być wybór przypadkowy. Niezależnie od poruszonych powyżej kwestii – stanów zachowania, rzadkości oraz liczby notowań – niezwykle ważna jest odpowiednia proporcja przedmiotów w ramach **określonych kategorii numizmatycznych**.

Monety różnią się popularnością wśród kolekcjonerów, a różnice te mają związek m.in. z epoką, z której pochodzą. Przykładowo, zainteresowanie monetami średniowiecznymi wymaga zaangażowania w nabywanie specjalistycznej wiedzy, na co nie zawsze potencjalni nabywcy mają czas i chęci. Większym zainteresowaniem mogą cieszyć się monety wybijane przez monarchów kojarzonych z sukcesami Polski lub po prostu posiadające zdecydowanie lepsze walory estetyczne. Nadmierny udział w próbie monet szczególnie popularnych lub niszowych mógłby prowadzić do błędnych wyników w ocenie ogólnych stóp zwrotu z inwestycji. Niezbędne zatem jest ustalenie odpowiednich proporcji wybranych przedmiotów w ramach określonych kategorii numizmatycznych (w tym badaniu tożsamych z podokresami). Podział ten jest niezależny od tradycyjnie stosowanych w numizmatyce jako nauce pomocniczej historii. Opiera się on na praktyce domów aukcyjnych i jest dostosowany do sytuacji rynkowej.

Podczas tworzenia katalogów aukcyjnych monety przyporządkowuje się do okresu historycznego, w jakim występowały. Wiąże się to zwykle z osobą monarchy lub istotnymi wydarzeniami w dziejach Polski. Domy aukcyjne stosowały swoje indywidualne kategoryzacje monet, które z czasem ewoluowały. Podział podokresów numizmatycznych w niniejszej pracy został stworzony na bazie doświadczeń trzech domów aukcyjnych, mających wieloletnie doświadczenie w organizacji aukcji – Warszawskiego Centrum Numizmatycznego, Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego oraz Antykwariatu Numizmatycznego Pawła Niemczyka/Michała Niemczyka. Łącznie przeanalizowano układ 136 aukcji z lat 1990–2020. Procedurę tworzenia podokresów numizmatycznych w ich ramach oraz autorską propozycję ich podziału przedstawiają tabele 13 i 14.

Tabela 13. Podział podokresów (kategorii numizmatycznych) według domów aukcyjnych

Nazwa domu aukcyjnego	Podział monet na kategorie numizmatyczne
Polskie Towarzystwo Numizmatyczne	Polska – z wyróżnieniem władców od średniowiecza do Stanisława Augusta Poniatowskiego, monety dla Prus Południowych, monety dla Wielkiego Księstwa Poznańskiego, Zabór austriacki – monety wojskowe dla ziem polskich, Księstwo Warszawskie, Oblężenie Zamościa, Królestwo Polskie – emisje polskie, Powstanie Listopadowe, Wolne Miasto Kraków, Monety Księstwa Oświęcimsko – Zatorskiego, Królestwo Polskie – emisje rosyjsko-polskie i rosyjskie, Królestwo Polskie 1917–1918, monety niemieckich władz okupacyjnych dla terenów wschodnich – jako odrębne kategorie, II RP – monety obiegowe i próbne, Getto Łódzkie, Generalne Gubernatorstwo, Wolne Miasto Gdańsk, monety państw historycznie związanych z Polską – Prusy lenne, okupacja szwedzka, Pomorze, Kurlandia, Śląsk, Państwo Krzyżackie, Wolne Miasto Ryga, Saksonia, monety PRL

Nazwa domu aukcyjnego	Podział monet na kategorie numizmatyczne
Polskie Towarzystwo Numizmatyczne	Ewolucja w kierunku podziału na polskie monety średniowieczne, nowożytne i współczesne, dodanie kategorii monet III RP Kategorie dodatkowe: medale i odznaki, monety zagraniczne, literatura numizmatyczna, monety zastępcze, monety antyczne, papiery wartościowe, pieniądz papierowy, sfragistyka, fałszerstwa
Warszawskie Centrum Numizmatyczne	Monety Królów i Książąt – każdy władca jako odrębne kategoria, Wolne Miasto Gdańsk (1807–1814), Zabór Pruski – monety bite dla Prus Południowych, Księstwo Warszawskie, Oblężenie Zamościa, monety zaboru austriackiego oświęcimsko zatorskie, monety zaboru austriackiego – władz wojskowych, Wolne Miasto Kraków, Wielkie Księstwo Poznańskie, Powstanie Listopadowe, monety zaboru rosyjskiego 1832–1864, monety władz okupacyjnych dla terenów wschodnich, Królestwo Polskie 1917–1918, monety II RP, Generalna Gubernia, Getto Łódź, monety PRL Monety państw historycznie związanych z Polską – Pomorze, Prowincje Bałtyckie (biskupstwo Dorpatu, Kawalerowie Zakonu, Ryga, Kurlandia), Okupacja Szwedzka, Prusy Lenne, Śląsk, Zakon Krzyżacki (jako oddzielna kategoria w średniowieczu), Inflanty, Brandenburgia, Saksonia, Liwonia, Rewal, Trewir Stopniowa ewolucja w kierunku nowych szerszych kategorii: – monety średniowiecze (podkategoria Polska), – monety polskie nowożytne – od Zygmunta Starego do PRL (rozbudowane ostatecznie o III RP), monety państw historycznie związanych z Polską Kategorie dodatkowe: monety antyczne, banknoty, medale, monety obce, literatura numizmatyczna, monety dominialne, zastępcze i wojskowe, papiery wartościowe, plakiety, ordery i odznaczenia, średniowiecze zagraniczne
Antykwariat Numizmatyczny Paweł/Michał Niemczyk	Monety średniowiecza do czasów Zygmunta I Starego w tym Zakon Krzyżacki, Zygmunt I Stary, Zygmunt August, Henryk Walezy, Stefan Batory, Zygmunt III Waza, Władysław IV Waza, Jan II Kazimierz, Michał Korybut Wiśniowiecki, Jan III Sobieski, August II Mocny, August III Sas, Stanisław August Poniatowski, monety państw powiązanych z Polską – Śląsk, Pomorze, Prusy, Kurlandia, Saksonia, Trewir, Inflanty, Księstwo Warszawskie, Królestwo Polskie/Rosja, Powstanie Listopadowe, Wolne Miasto Kraków, Polska XIX wiek/Rosja, Oblężenie Zamościa, Królestwo Polskie 1917–1918, monety władz okupacyjnych, Monety II RP – obiegowe, próbne, Generalna Gubernia, Wolne Miasto Gdańsk, Getto w Łodzi, monety PRL – obiegowe, próbne, kolekcjonerskie, złote, monety III RP – kolekcjonerskie, złote Kategorie dodatkowe – literatura, falerystyka, medale i plakiety, destrukty monet, wyjątkowe kolekcje tematyczne, banknoty, papiery wartościowe, monety antyczne, monety zagraniczne

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 14. Autorski podział kategorii numizmatycznych

Kategoria numizmatyczna	Monety wchodzące w skład kategorii
Monarchia średniowieczna	Monety polskie od czasów Bolesława Chrobrego (według starszych aukcji od czasów Mieszka I) do Aleksandra Jagiellończyka, zawarta całość monet rozbicia dzielnicowego
Monarchia nowożytna	Monety polskie od czasów Zygmunta Starego do Stanisława Augusta Poniatowskiego
Czasy zaborów	Monety bite dla Prus Południowych, Księstwo Warszawskie, Oblężenie Zamościa, monety oświęcimsko – zatorskie, monety „wojskowe" zaboru austriackiego, Wolne Miasto Kraków, Wielkie Księstwo Poznańskie, Królestwo Polskie zaboru rosyjskiego, Powstanie Listopadowe, monety zaboru rosyjskiego 1832–1864, monety władz okupacyjnych dla terenów wschodnich, Królestwo Polskie 1917–1918
II Rzeczpospolita	Obiegowe i próbne II RP, Generalna Gubernia, Wolne Miasto Gdańsk, Getto Łódź
Polska Rzeczpospolita Ludowa	Obiegowe, próbne, kolekcjonerskie
III Rzeczpospolita	Obiegowe, próbne, kolekcjonerskie
Monety państw z Polską związanych	Pomorze, biskupstwo Dorpatu, Kawalerowie Zakonu, Ryga, Kurlandia, okupacja szwedzka, Prusy lenne, Śląsk, Brandenburgia, Liwonia, Rewal, Trewir, Inflanty, Wolne Miasto Gdańsk (XIX wiek)

Źródło: opracowanie własne.

Kategoryzacja przedmiotów sprzedawanych na aukcjach numizmatycznych jest sprawą umowną, dość dowolnie kreowaną przez domy aukcyjne. Propozycja ich podziału przygotowana na rzecz niniejszych badań jest zgodna ze zmianami, jakie stopniowo wprowadzane były przez poszczególne firmy. Stosowany przez nowsze domy aukcyjne system portalu Onebid.pl (Polskie Towarzystwo Numizmatyczne również korzystało z niego podczas ostatnich aukcji) w ramach swojego panelu administracyjnego proponuje bardzo zbliżony zestaw głównych kategorii numizmatycznych. Może on być jednak dowolnie przekształcany przez klientów w celu dostosowania do ich potrzeb.

Warto zauważyć, że część monet ma bardzo dyskusyjną przynależność. Przykładowo, pieniądze Wolnego Miasta Gdańska z lat 1807–1814 można traktować jako przynależne do kategorii czasów zaborów lub państw z Polską związanych. Niekiedy umieszczane były w jednej kategorii z ich dwudziestowiecznym odpowiednikiem. Monety saskie polskich królów lub książąt odnaleźć można w podokresie polskiej monarchii nowożytnej oraz wśród państw z Polską związanych. Środki płatnicze Zakonu Krzyżackiego bywają umieszczane w ramach kategorii państw średniowiecznych lub również państw z Polską związanych. Kategorii spornych jest wiele, jednak nie stanowią przeszkody w obrocie monetami o niejednoznacznej

klasyfikacji. Dla klientów najważniejsza jest duża przejrzystość przygotowanego materiału aukcyjnego i dokładne opisy pojedynczych monet.

Różnice mogące zaistnieć w popularności danych podokresów numizmatycznych wśród potencjalnych inwestorów nakazują dobranie monet do próby zgodnie z proporcją obrotu na nich generowanego w stosunku do łącznego obrotu na aukcjach numizmatycznych. Niewłaściwa konstrukcja próby mogłaby prowadzić do nierzetelnych wyników, np. poprzez dobór zbyt dużej grupy numizmatów pochodzących z okresu cieszącego się szczególnym zainteresowaniem lub rzadko preferowanego. W związku z tym, niezwykle ważnym elementem badań jest przypisanie monet do konkretnych podokresów oraz policzenie obrotu generowanego w każdym z nich. Wynik tych prac pozwoli na ustalenie odpowiedniej proporcji doboru liczby monet mających reprezentować dany podokres w projektowanym indeksie. Autor zdecydował się na taką procedurę, prowadzącą do celowego doboru próby, ze względu na jej najlepsze dopasowanie pod względem jakościowym do specyfiki badanego rynku.

3.1.3. Syntetyczny opis narzędzia służącego do oceny sytuacji na rynku

Rynek numizmatyczny zostanie poddany dwutorowej ocenie. Po pierwsze oszacowany zostanie wolumen obrotu na tym rynku, po drugie – stopy zwrotu. Kluczowe dla drugiego aspektu badania jest stworzenie indeksu będącego docelowym narzędziem, za pomocą którego można zweryfikować zarówno historyczne wyniki, jak i prowadzić bieżące analizy zwrotu z lokaty kapitału. Autor nazywa to narzędzie Polskim Indeksem Numizmatycznym (PIN – Polish Numismatic Index). Indeks ma objąć jak najszerszy zakres monet z ponad tysiącletniej historii mennictwa polskiego. Punktem startowym indeksu jest 1995 rok. Jego stworzenie posłuży do realizacji głównego celu pracy na płaszczyźnie metodycznej i rzeczowej.

Indeksy tworzono dla zobrazowania niezwykle zróżnicowanych rynków i procesów, odbiegających od standardowych rynków aukcyjnych. Xiaodan Wang, Keyang Li, Jing Wu badali za jego pomocą zmiany cen domów na rynku chińskim[383], Jean François Outreville weryfikował pozycję rynkową winiarni w Quebecu[384], Olav Skarpaas, Grégoire Ceraine, Signe

---

[383] X. Wang, K. Li, J. Wu, *House Price Index Based on Online Listing Information: The Case of China*, „Journal of Housing Economics", Vol. 50, No. 4, 2020, s. 1–12.
[384] J.F. Outreville, *Reputation and Relative Price Positioning of Small Wineries in Québec, Canada*, „International Journal of Wine Business Research", Vol. 32, No. 2, 2020, s. 267–282.

Nybø stworzyli The Norwegian Nature Index wskazujący poziom biodywersyfikacji[385], a Ellwood Colahan zindeksował nuty klasycznej muzyki gitarowej[386]. Powyższe przykłady wskazują na szerokie zastosowanie narzędzia w formie indeksu i jego różnorodne konstrukcje. Polski Indeks Numizmatyczny będzie pełnił funkcje zbliżone do indeksów giełdy papierów wartościowych. Informuje on o stanie rynku, jego kondycji oraz perspektywach[387]. Opiera się na z góry określonej liczbie przedmiotów wchodzących w jego skład, będących odzwierciedleniem wag obliczonych kategorii numizmatycznych.

Rynki inwestycji emocjonalnych, zwłaszcza te najpopularniejsze, posiadają rozbudowane systemy indeksów, o czym wspomniano w rozdziale pierwszym. Rynek sztuki reprezentowany jest zarówno przez indeks giełdowy, zawierający spółki działające na rynku sztuki (Skate's Art Stocks Index), indeksy typu *repeat sales* oparte na porównywaniu cen sprzedaży dzieł (Mei Moses Art Index, Gabrius Index), jak i indeks sentymentu (Art Market Confidence Index)[388]. Narzędzia badawcze powstają w zróżnicowany sposób. Wywodzą się z wiedzy i doświadczenia autorów lub prób dobranych przez ekspertów branżowych[389]. Zakres czasowy badań wynosi zwykle od kilkunastu do nawet ponad stu lat, jak w przypadku analiz przeprowadzonych przez Elroya Dimsona oraz Christophe Spaenjersa[390]. Im większe zainteresowanie potencjalnych inwestorów oraz rosnące obroty na danych rynkach, tym częstsze są działania mające na celu ich weryfikowanie i tworzenie ku temu adekwatnych instrumentów. Przykładowo, swoje indeksy posiadają również rynki wina, diamentów[391] oraz znaczków pocztowych[392].

---

[385] O. Skarpaas, G. Certain, S. Nybø, *The Norwegian Nature Index – Conceptual Framework and Methodology*, „Norsk Geografisk Tidsskrift – Norwegian Journal of Geography", Vol. 66, No. 5, 2012, s. 250–256.
[386] E. Colahan, *Classical Guitar Music in Printed Collections: A New Index and a Model for Indexing Instrumental Music in Score Collections*, „Music Reference Services Quarterly", Vol. 17, No. 3, 2014, s. 115–124.
[387] J. Klepacki, *Rynek finansowy w Polsce. Ujęcie praktyczne*, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Łódź 2018, s. 56.
[388] P. Bernaś, *Klasyfikacja indeksów na rynku sztuki*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace", nr 2, 2016, s. 157–178.
[389] B. J. Burton, J.P. Jacobsen, op. cit., s. 107–198.
[390] E. Dimson, Ch. Spaenjers, *Ex Post: The Investment Performance of Collectible Stamps*, „Journal of Financial Economics", Vol. 100, No. 2, 2011, s. 443–458.
[391] M. Bombol, K. Borowski, *Inwestycje na rynku wina inwestycyjnego oraz diamentów*, w: *Badania polskiej klasy wyższej. Problemy, diagnozy, dylematy*, red. M. Bombol, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2012, s. 225–238.
[392] X. Chen, X. Chen, *Stamp Characteristics and Long-term Return after Issuance Evidence from New China Stamps*, „China Finance Review International", Vol. 2, No. 4, 2012, s. 351–376.

Rynek numizmatyczny także doczekał się analizy za pomocą indeksów. Zdecydowanie największą popularność zyskały one w krajach anglosaskich. Jako przykładowe warto wymienić:

- Generic Gold Index,
- Mint State Rare Gold Coin Index,
- Proof Gold Coin Index,
- Mint State Type Coin Index,
- Proof Type Coin Index,
- Morgan and Peace Dollar Index,
- Silver and Gold Commemorative Index,
- 20th Century Coin Index,
- PCGS3000 Index,
- Key Dates and Rarities Index,
- Rare Coin Values Index,
- GB200,
- English Coin 200 Index[393].

W Polsce pewne próby indeksowania rynku numizmatycznego przeprowadzono jedynie na bazie najnowszych monet, czyli monet kolekcjonerskich wybijanych stale przez NBP. Popularność zyskały one szczególnie w pierwszych latach dwudziestego pierwszego wieku, gdy zwroty z inwestycji w monetę „Sokół" rozpalały wyobraźnię inwestorów. Indeksy zbliżone do światowych przykładów stworzone zostały przez nieistniejący już portal Emonety.pl. Są to: NIMZ100, NIMZ200, NIMZ, NIMS, NIMZWIERZAKI oraz NIMZWIERZAKI4. Na fali popularności monet notowania indeksów opartych o srebrne i złote monety kolekcjonerskie wzrosły o kilkaset procent w latach 2007–2008[394]. Analizy stóp zwrotu w ramach powyżej grupy monet prowadzili również Błażej Prusak[395], K. Borowski wraz z Katarzyną Chałupczak[396], T. Witkiewicz[397] w samodzielnym opracowaniu oraz wspólnie z Krzysztofem

---

[393] K. Borowski, *Rynek inwestycji alternatywnych...*, op. cit. s. 110–111.
[394] https://biznes.interia.pl/gospodarka/news-kto-zaplacze-pierwszy,nId,3599759 [dostęp 22.03.202].
[395] B. Prusak, *Monety kolekcjonerskie jako przykład inwestycji alternatywnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów", nr 93, 2009, s. 84–107.
[396] K. Borowski, K. Chałupczak, op. cit., s. 9–20.
[397] T. Witkiewicz, *Inwestowanie w monety…*, op. cit., s. 24–32.

Wąsalą[398]. Monety kolekcjonerskie III RP to jednak bardzo wąski i specyficzny element numizmatyki. Zastrzeżenia do tej grupy monet zostały już wspomniane w poprzednich rozdziałach. Nawet w ramach badań wymienionych powyżej autorów przeprowadzono analizy w krótkich zakresach czasowych, zwykle kilkuletnich. Ukazany za ich pomocą obraz tego fragmentu rynku najczęściej nie obejmował kryzysu, jaki na nim nastąpił w momencie jednoczesnego wzrostu popytu inwestycyjnego i polityki wysokich nakładów nowych edycji monet prowadzonej przez NBP. Warto również wspomnieć o pracy Anny Sroczyńskiej-Baron dotyczącej efektywności aukcji internetowych monet kolekcjonerskich[399] oraz publikacji Marcina Potrykusa, w której poddaje on analizie inwestowanie w monety bulionowe[400]. W pierwszym z wymienionych opracowań badania oparto na próbie dwóch monet z różnych podokresów numizmatycznych. Weryfikowano ceny aukcyjne tych monet w ramach transakcji z portalu Allegro na przestrzeni sześciu tygodni. Pomimo ciekawych wniosków, można uznać, iż przyjęty zakres przedmiotowy oraz czasowy utrudnia wnioskowanie na temat całego rynku numizmatyki. M. Potrykus, prowadząc badania na bazie monet bulionowych, przyjął słuszne założenie, że pomiędzy przedmiotami, wchodzącymi w skład szeroko rozumianej numizmatyki, a quasi-monetami będącymi jedynie inwestycją w kruszce, istnieje linia podziału. Odróżnia je rosnący udział „wartości kolekcjonerskiej" w cenie w proporcji do wartości metalu[401]. Jednak granicą tą nie są opisywane przez niego monety bulionowe. Ich wartość poza dodatkową marżą naliczaną przez producentów oraz dystrybutorów nie odbiega zwykle od cen kruszcu, z którego są wykonane. Ten typ monet posiada istotną wartość kolekcjonerską na rynku światowym w jedynie nielicznych przypadkach. Na aukcjach numizmatycznych za tę płaszczyznę podziału uznaje się najczęściej omawiane powyżej monety kolekcjonerskie III RP.

Polski Indeks Numizmatyczny **zbudowany jest na bazie próby 100 monet** dobranych na podstawie udziału poszczególnych kategorii numizmatycznych w łącznym obrocie aukcyjnym. Notowania poszczególnych monet są zgromadzone z uwzględnieniem trzech największych zinformatyzowanych zestawień prowadzonych przez Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka, Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Antykwariat

---

[398] T. Witkiewicz, K. Wąsala, op. cit., s. 38–40.
[399] A. Sroczyńska-Baron, *Efektywność aukcji internetowych dotyczących monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", nr 297, 2016, s. 166–175.
[400] M. Potrykus, *Złote monety bulionowe – testowanie pasywnego charakteru inwestycji*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 1 (79), 2016, s. 555–571.
[401] Ibidem, s. 556.

Numizmatyczny Michała Niemczyka (wyliczenie wolumenu oparto o dane z wszystkich domów aukcyjnych). Łącznie w swoich zasobach posiadają ponad **750 tys. notowań sprzedanych przedmiotów**. Tylko część z nich spełnia jednak kryteria badawcze niniejszej pracy. Baza skonstruowana przez autora, służąca określeniu sytuacji na badanym rynku w sposób syntetyczny, obejmuje większą liczbę monet ze względu na trudność wcześniejszego określenia, jaka ich część posiada wystarczającą liczbę notowań, aby móc je wykorzystać w ramach PIN. Pierwsze prace nad bazą to faza testowa. Obejmie ona kilkaset typów monet. Dopiero jej wynik pozwala wybrać właściwe sto monet, spełniających wszystkie kryteria. Ze względu na jasno sprecyzowaną ich liczbę docelową konieczne jest przyjęcie tak dużego buforu bezpieczeństwa.

Właściwa kalkulacja wartości indeksu odbywa się przy założeniu, że każdemu pierwszemu notowaniu monety, niezależnie od jej ceny, przypisywana jest liczba 100. Autor zastosował więc standardowy indeks cen. Wartości kolejnych notowań będą proporcjonalnie wpływały na zmianę początkowo przyjętej odpowiedniej wartości składowej, których suma w danym roku stanowi bieżącą wartość indeksu. Do każdego ze stu typów monet zostaną przyporządkowane ich dostępne notowania na każdy rok zakresu badań. Docelowo indeks wynikać będzie **z zestawienia 2,4 tys. wartości** będących pochodną zmian cen występujących na aukcjach w latach 1995–2018. W przypadku braku notowania danej monety w pojedynczym roku zostanie jej przypisana dotychczasowa cena, wyrażona indeksowo, do momentu pojawienia się nowego notowania w kolejnych latach. Pierwotna wartość PIN wynosi 10 tys. punktów. Odpowiada to wartości 100 monet po 100 punktów. Przykładowe zestawiania notowań wraz z ich wpływem na wartość indeksu przestawia tabela 15.

Tabela 15. Przykładowe notowania monet wchodzących w skład Indeksu PIN

Rok notowania	**Opis monety**							
	Władysław I Herman denar trzy wieże		Zygmunt II August trojak 1564 Wilno monogram i napis		August III Sas ort 1754 Lipsk		II RP 1 grosz 1930 Warszawa	
	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty
1995	170	100,00	115	100,00	100	100	65	100,00
1996	440	258,82	105	91,30	120	120	65	100,00
1997	190	111,76	150	130,43	160	160	160	246,15
1998	330	194,12	380	330,43	120	120	160	246,15
1999	330	194,12	310	269,57	220	220	170	261,54
2000	380	223,53	210	182,61	250	250	110	169,23

Rok notowania	Opis monety							
	Władysław I Herman denar trzy wieże		Zygmunt II August trojak 1564 Wilno monogram i napis		August III Sas ort 1754 Lipsk		II RP 1 grosz 1930 Warszawa	
	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty	cena w złotych	punkty
2001	580	341,18	320	278,26	360	360	110	169,23
2002	740	435,29	450	391,30	210	210	110	169,23
2003	640	376,47	320	278,26	260	260	160	246,15
2004	520	305,88	500	434,78	180	180	160	246,15
2005	420	247,06	460	400,00	300	300	170	261,54
2006	940	552,94	540	469,57	360	360	170	261,54
2007	700	411,76	520	452,17	560	560	170	261,54
2008	950	558,82	850	739,13	400	400	170	261,54
2009	780	458,82	920	800,00	860	860	280	430,77
2010	1.050	617,65	900	782,61	560	560	750	1.153,85
2011	800	470,59	660	573,91	550	550	750	1.153,85
2012	1.700	1.000,00	800	695,65	540	540	420	646,15
2013	800	470,59	1.300	1.130,43	650	650	420	646,15
2014	800	470,59	1.400	1.217,39	750	750	550	846,15
2015	1.200	705,88	550	478,26	850	850	400	615,38
2016	2.000	1.176,47	1.400	1.217,39	1.100	1.100	400	615,38
2017	2.200	1.294,12	620	539,13	1.600	1.600	560	861,54
2018	2.100	1.235,29	1.400	1.217,39	1.600	1.600	740	1.138,46

Źródło: opracowanie własne.

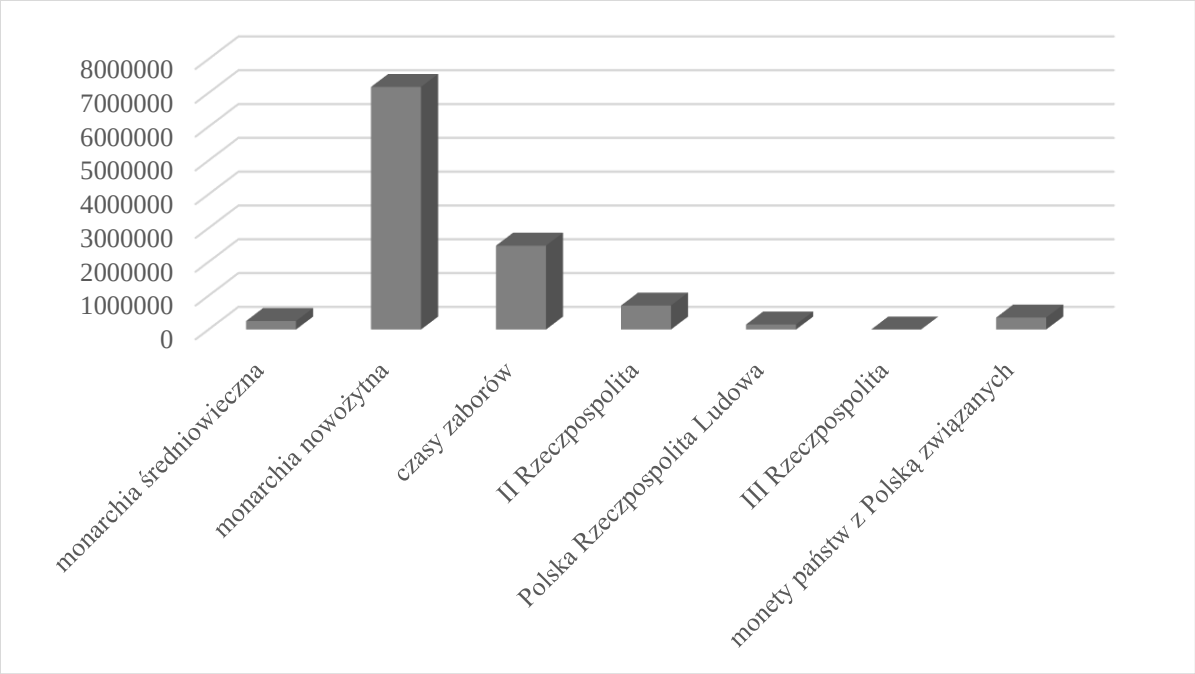
3.2. Jakościowa ewolucja rynku numizmatycznego w badanym okresie

Współczesny obraz rynku numizmatycznego rodził się w okresie przemian gospodarczych w latach 90. dwudziestego wieku, a dojrzewał wraz z informatyzacją i upowszechnieniem dostępu do Internetu. Jego ewolucja polegała nie tylko na zmianie kanałów dystrybucji oraz używaniu nowych technik sprzedaży, ale zwłaszcza na pojawieniu się niespotykanego asortymentu i innego typu klientów. Informacji jakościowych co do ewolucji rynku udzielili autorowi w formie wywiadów właściciele popularnych domów aukcyjnych – Sergiusz Stube z Poznańskiego Domu Aukcyjnego, Michał Niemczyk z Antykwariatu Numizmatycznego Michała Niemczyka, Damian Marciniak z Gabinetu Numizmatycznego Damiana Marciniaka oraz Sylwester Kopyciński ze Starego Sklepu Sylwestra Kopycińskiego. Dobór rozmówców nie był przypadkowy, reprezentują oni trzy pokolenia polskich numizmatyków, biorących aktywny udział w budowaniu rynku monet. Formularz wywiadu częściowo ustrukturyzowanego z właścicielami domów aukcyjnych stanowi załącznik 1 do niniejszej pracy. Wywiady przeprowadzono osobiście w 2020 roku, ocena przemian rynkowych zaprezentowana przez

rozmówców została syntetycznie wykorzystana w niniejszym rozdziale. Zmiany, jakim podlegały obroty na poszczególnych aukcjach oraz dysproporcje pomiędzy wolumenem obrotów domów aukcyjnych, zostały zweryfikowane za pomocą obliczeń własnych.

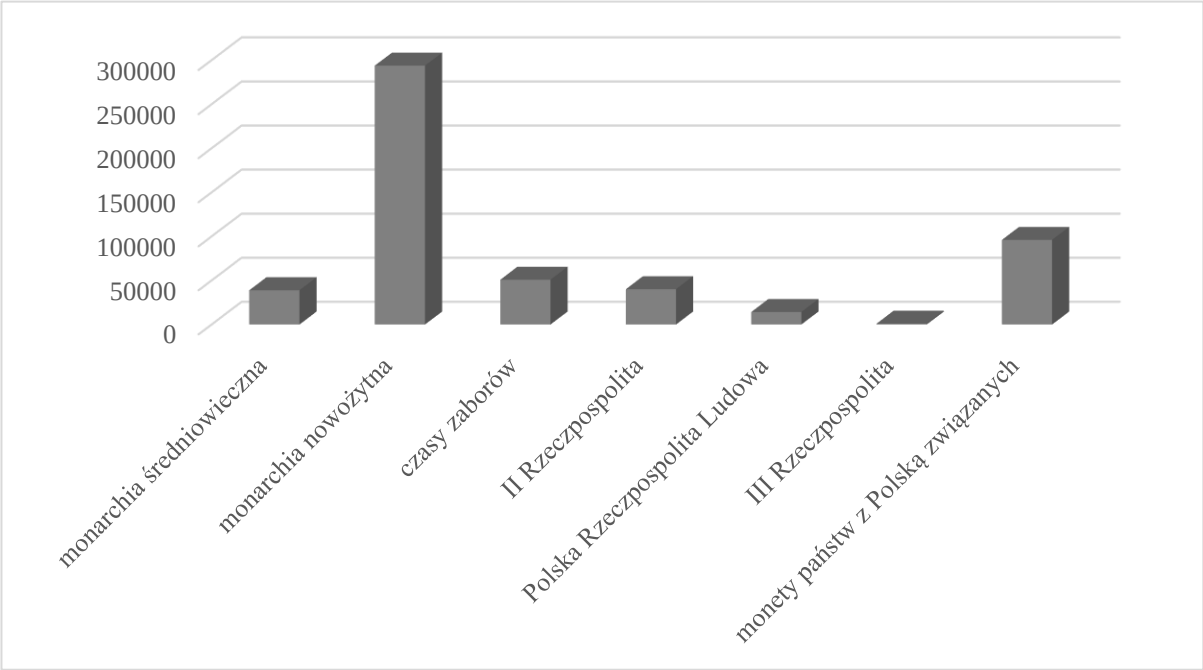
Różnice w obrotach aukcyjnych nie wynikały jedynie ze wzrostu cen czy sprzedaży większej liczby egzemplarzy monet. Równie ważną rolę odegrała zmiana ich asortymentu. Wolumen sprzedaży na aukcjach wahał się od kilkudziesięciu tysięcy złotych do 10–11 milionów złotych na pojedynczej aukcji. Przykładowe zestawienia obrotów prezentują wykresy 2–6.

Wykres 2. Struktura obrotu – aukcja ANMN z dn. 21.01.2012



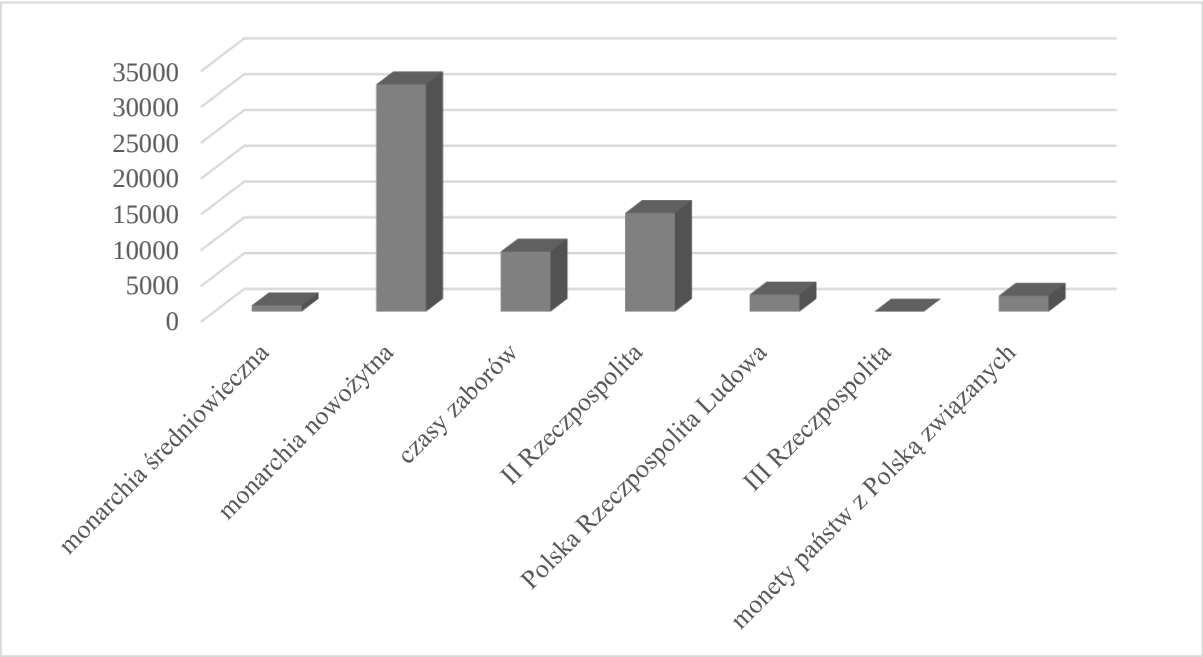
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 3. Struktura obrotu – aukcja PDA/PGN z dn. 7.04.2001



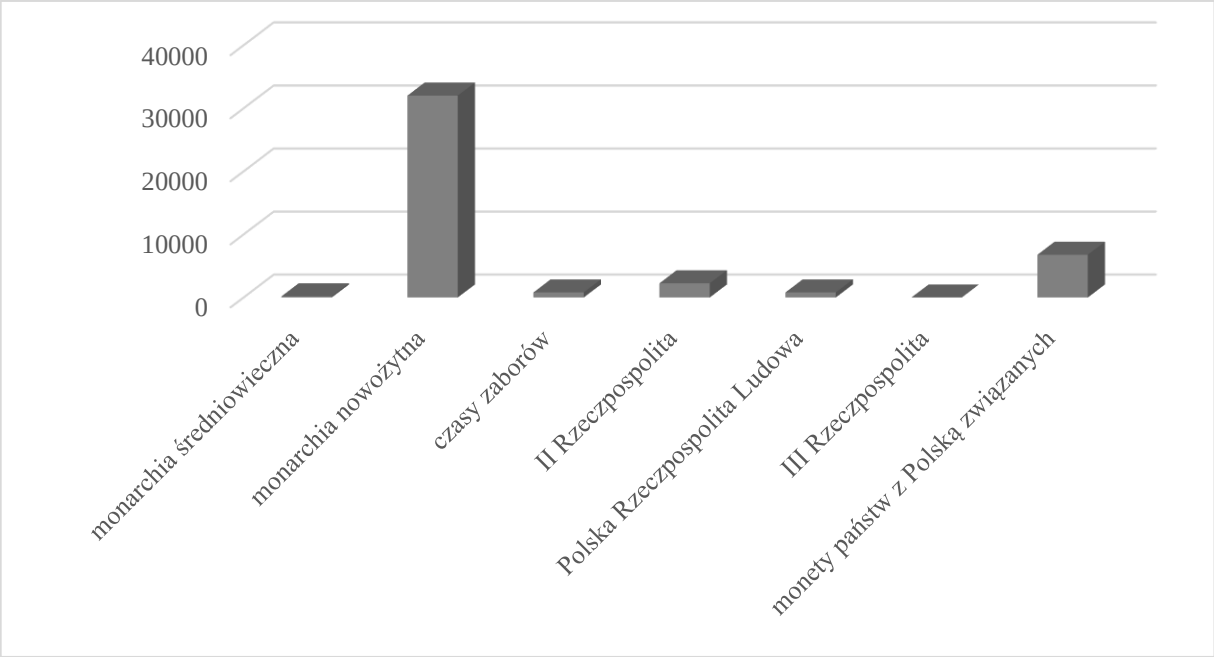
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 4. Struktura obrotu – aukcja GGN z dn. 18.02.1995



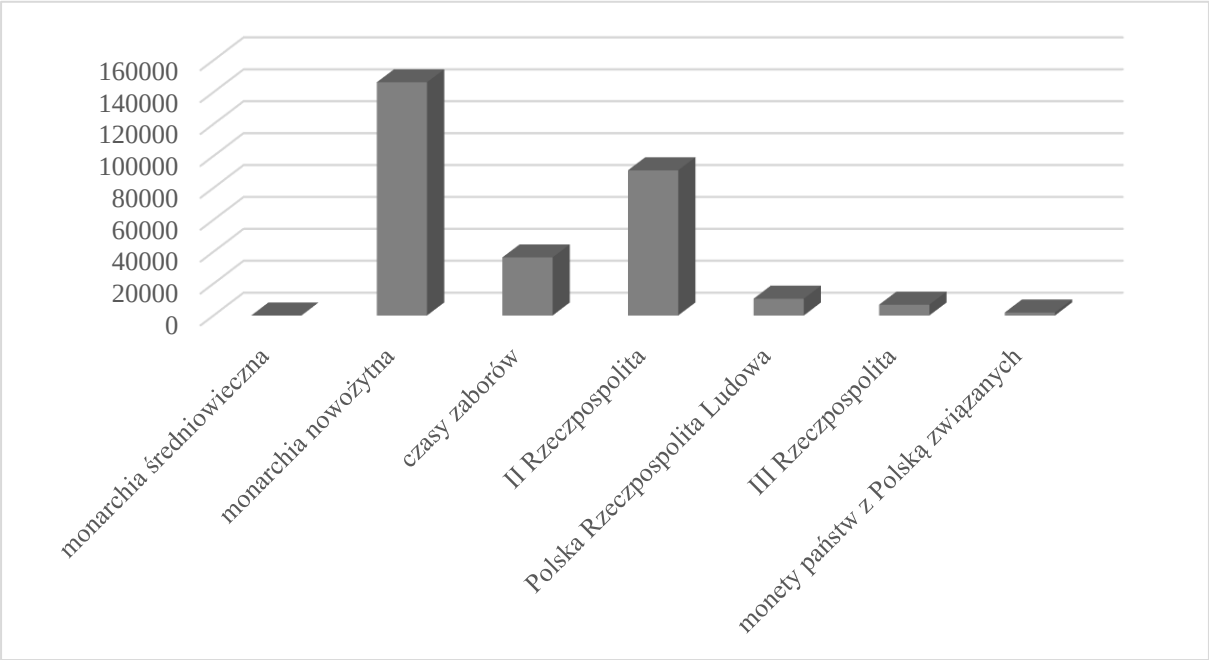
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5. Struktura obrotu – aukcja PTN z dn. 8.11.1997



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 6. Struktura obrotu – aukcja SNMW z dn. 15.09.2018



Źródło: opracowanie własne.

Powyższe przykłady są tylko drobnym wycinkiem ponad 200 przeanalizowanych aukcji przeprowadzonych w latach 1995–2018. Ukazują one zróżnicowanie w wolumenie

poszczególnych sprzedaży. Obrót został przedstawiony z podziałem na podokresy numizmatyczne wskazane wcześniej: monarchia średniowieczna, monarchia nowożytna, czasy zaborów, II Rzeczypospolita, Polska Rzeczypospolita Ludowa, III Rzeczypospolita, monety państw z Polską związanych. Ich geneza i budowa omówiona została w rozdziale 3.1.2 niniejszej pracy.

Wolumeny osiągane na aukcjach numizmatycznych, niezależnie od czasu, w którym były organizowane, oparte były z jednej strony o ilość licytowanych przedmiotów, a z drugiej strony o unikatowość. W latach 90. dwudziestego wieku oraz na początku dwudziestego pierwszego wieku wyjątkowe polskie numizmaty nadal najczęściej sprzedawane były na aukcjach w Zachodniej Europie oraz USA. Krajowe domy aukcyjne miały oczywiście w swojej ofercie niezwykle rzadkie monety, zwłaszcza wyróżniały się w tym Warszawskie Centrum Numizmatyczne, Poznański Dom Aukcyjny oraz Warszawski Dom Aukcyjny, jednak były to zwykle jednostkowe eksponaty, niewystępujące w dużych ilościach na poszczególnych aukcjach. Przełom nastąpił w 2010 roku. Pierwsza aukcja Antykwariatu Numizmatycznego Pawła Niemczyka osiągnęła niespotykany wolumen obrotu w wysokości ponad 7 milionów złotych. Kolejne aukcje pobijały ten rekord, osiągając pułap 11 milionów złotych. Było to więcej niż łączny roczny obrót pozostałych domów aukcyjnych w poprzednich latach. Udana sprzedaż tak dużej liczby rarytasów numizmatycznych na krajowym rynku pozwoliła uwierzyć posiadaczom monet, że przy chęci ich sprzedaży nie muszą udawać się do prestiżowych zagranicznych domów aukcyjnych, tylko mogą skorzystać z rodzimych pośredników. Dzięki temu na polski rynek bezpośrednio zaczęły trafiać wyjątkowo rzadkie i cenne okazy. Jako najciekawsze przykłady warto wymienić (ceny podane z opłatami aukcyjnymi):

- Zygmunt III Waza półportugał litewski 1621 Wilno – 897.000 złotych,
- Stefan Batory dukat koronny bez obwódki 1586 Poznań – 816.500 złotych,
- Zygmunt III Waza dziesięciodukat litewski 1622 Wilno – 815.500 złotych,
- Władysław IV Waza pięciodukat koronny 1642 Bydgoszcz – 814.000 złotych,
- Stefan Batory półportugał gdański 1585 Gdańsk – 793.500 złotych,
- Królestwo Polskie ¾ rubla/5 złotych 1838 Petersburg – 747.500 złotych,
- Zygmunt III Waza donatywa dwudziestodukatowa 1617 Gdańsk – 690.000 złotych,
- Zygmunt III Waza pięciodukat koronny 1620 Bydgoszcz – 632.500 złotych,
- Stanisław August Poniatowski talar koronny 1766 – 609.500 złotych,

- Zygmunt III Waza portugał medalowy 1588 – 581.900 złotych,
- Zygmunt III Waza talar koronny 1629 Bydgoszcz – 572.000 złotych[402].

W ocenie właścicieli domów aukcyjnych zmieniał się nie tylko asortyment domów aukcyjnych, techniki sprzedaży, ale ważne przemiany nastąpiły także w gronie potencjalnych nabywców monet, uczestników rynku numizmatycznego. Kolekcjonerstwo traktowane jako hobby, często łączone z zamiłowaniem do historii, ustępowało traktowaniu numizmatyki jako potencjalnej inwestycji. Pojawił się podział osób kupujących monety zbliżony do przedstawionej przez Stéphanie Vincent Lyk-Jensen oraz Oliwiera Chanela koncepcji aktywności na rynku *retailers* i *consumers*. Według ich pomysłu – osoby biorące udział w aukcjach robią to w celu dalszej odsprzedaży lub będąc ich tzw. ostatecznym konsumentem w celu czerpania przyjemności z samego posiadania danego przedmiotu[403]. W praktyce zdecydowana większość kolekcjonerów bierze pod uwagę możliwość odsprzedaży zakupionych monet, ale zwykle w odległym terminie lub za wyjątkowo wysokie ceny. Jako typowych *retailers*, mających krótkoterminowe cele sprzedażowe można uznać pośredników w sprzedaży monet – sklepy, przedstawicieli domów aukcyjnych, często nawet inwestorów indywidulanych poszukujących na aukcjach okazyjnych cen zakupu. Poszukiwanie długoterminowych stóp zwrotu z inwestycji w aktywa emocjonalne to naturalny ich element, zgodny z tendencjami światowymi[404]. Jens Kleine, Thomas Peschke oraz Niklas Wagner zaprezentowali zbiór cech psychologicznych, jakie są charakterystyczne dla osób inwestujących w przedmioty kolekcjonerskie. Nawiązując między innymi do modelu *Big Five Inventory*[405], stwierdzili:

- kolekcjonerzy z motywem inwestycyjnym mają zwykle ponadprzeciętne wykształcenie i środki finansowe,
- ich osobowość w istotny sposób charakteryzuje wysoka otwartość oraz niska ugodowość,

---

[402] A. Litwiniuk, *Najdroższe numizmaty Polski, 2016,* https://www.katalogmonet.pl/Monety-polskie/Najdro%C5%BCsze-Polskie-Numizmaty-kompednium-wiedzy-tom-I [dostęp 29.08.2021].
[403] S.V. Lyk-Jensen, O. Chanel, *Retailers and Consumers in Sequential Auctions of Collectibles*, „Canadian Journal of Economics", Vol. 40, No. 1, 2007, s. 278–295.
[404] X. Chen, X. Chen, op. cit., s. 351–376.
[405] Big Five – pięcioczynnikowy model osobowości autorstwa Paula T. Costy Jr. oraz Roberta R. McCrae'a. Opiera się na następujących czynnikach osobowości: neurotyczność, ekstrawersja, otwartość na doświadczenie, ugodowość, sumienność. P.T. Costa Jr., R.R. McCrae, *A Five-factor Theory of Personality*, w: *Handbook of Personality: Theory and Research*, Eds. L.A. Pervin, O.P. John, Guilford Press, New York: 1999, s. 139–153.

- są otwarci na nowe doświadczenia inwestycyjne oraz samodzielnie podejmują swoje decyzje,
- doceniają zarówno finansowe, jak i pozafinansowe korzyści ze swojej działalności[406].

Przemiany na rynku numizmatycznym dotyczące profesjonalizacji domów aukcyjnych, zwiększenia obrotów, sprzedaży atrakcyjniejszych walorów wraz z pojawieniem się aktywnych inwestorów długoterminowych wzmacniają obraz inwestycji w numizmatykę jako szybko rozwijającej się gałęzi inwestycji emocjonalnych.

3.3. Zmiany wolumenu rynku numizmatycznego w latach 1995–2018

W niniejszej pracy analizę wolumenu na rynku numizmatycznym przeprowadzono na podstawie najważniejszego z kanałów dystrybucji monet, jakim są **aukcje**. Znaczenie aukcji jako kanału dystrybucji rośnie po chwilowym osłabieniu na rzecz portalu Allegro. Niewątpliwie to na aukcjach sprzedawane są przedmioty, będące sednem profesjonalnej inwestycyjnej numizmatyki. W latach 1995–2018 specjalistyczne domy aukcyjne zorganizowały 197 aukcji numizmatycznych. Ich podział na poszczególne podmioty prezentuje tabela 16.

Tabela 16. Liczba aukcji zorganizowanych przez specjalistyczne domy aukcyjne w latach 1995–2018

Nazwa podmiotu	Liczba aukcji
Warszawskie Centrum Numizmatyczne	63
Gdański Gabinet Numizmatyczny	26
Polskie Towarzystwo Numizmatyczne	30
Poznański Dom Aukcyjny/Podlaski Gabinet Numizmatyczny	15
MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne	3
Hobbista	3
Gliwickie Centrum Numizmatyczne/Opolski Gabinet Numizmatyczny	2
Dom Aukcyjny Kazimierz Wonsik	11
Warszawski Dom Aukcyjny/Gdyński Dom Aukcyjny/Monety i Medale	10
Antykwariat Numizmatyczny Paweł Niemczyk/Michał Niemczyk	18
Gabinet Numizmatyczny Damian Marciniak	6
Antykwariat Dawid Janas	3
Rzeszowski Dom Aukcyjny	1
Numimarket.pl	2
Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcicki	2
Stary Sklep Sylwester Kopyciński	1
Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik	1

Źródło: opracowanie własne.

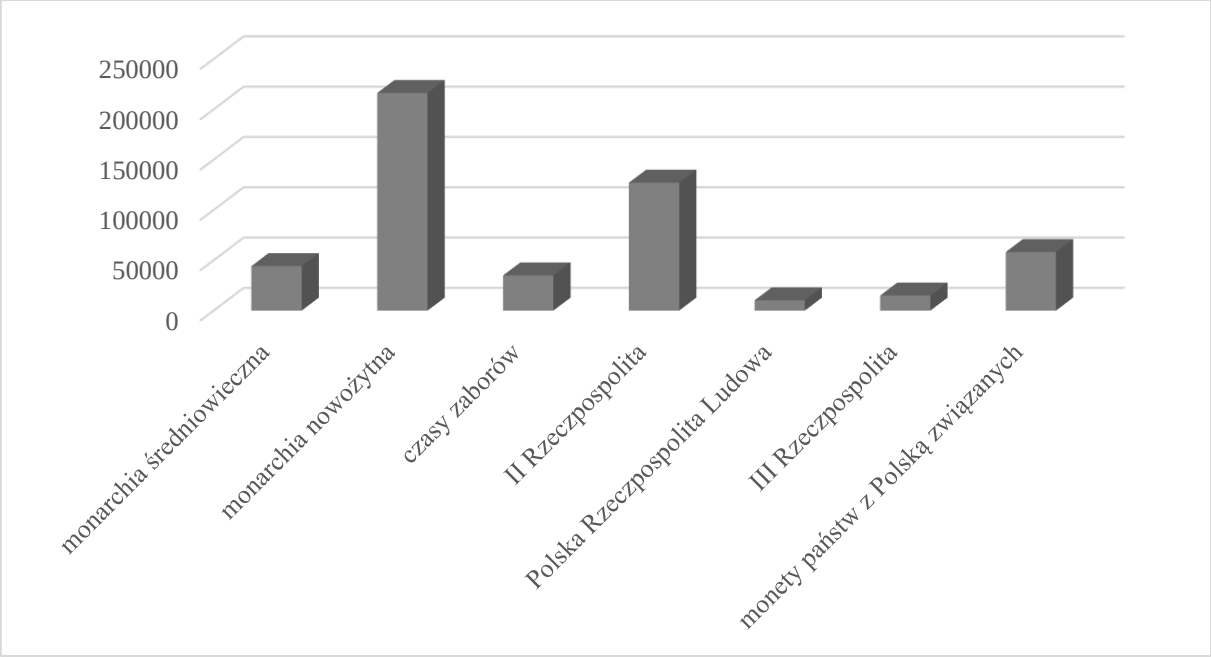
[406] J. Kleine, T. Peschke, N. Wagner, *Rich Men's Hobby or Question of Personality: Who Considers Collectibles as Alternative Investment?*, „Finance Research Letters", Vol. 35, 2019, s. 5–11.

Poza powyższym zestawieniem, okazjonalne wydarzenia zbliżonego typu aranżowane były przy okazji targów tematycznych, spotkań kolekcjonerów lub przez domy aukcyjne zajmujące się sztuką lub literatura. Zawarte na nich transakcje, z opisanych w rozdziale drugim przyczyn, nie zostaną uwzględnione w badaniu.

Wyliczenie wolumenu obrotów w danym roku wymaga zsumowania kwot uzyskanych ze sprzedaży wszystkich monet na każdej z aukcji. **Kwoty pochodzą z list wynikowych tworzonych przez domy aukcyjne po zakończeniu wydarzenia**. Niestety znaczna część list wynikowych istnieje jedynie w archiwalnych papierowych egzemplarzach. W związku z tym konieczne jest ręczne wykonanie tych prac. Średnio na aukcjach sprzedawane było po około 1000 przedmiotów. Zwłaszcza aukcje z lat późniejszych zdecydowanie zwiększały liczbę tzw. lotów. Brak zinformatyzowanych obliczeń jest oczywiście pewnym zagrożeniem dla prawidłowości wyników, dlatego poddane zostały one wielokrotnej weryfikacji na poziomie obrotów uzyskanych na każdej aukcji z osobna, kategorii numizmatycznych oraz łącznych obrotów aukcyjnych w poszczególnych latach.

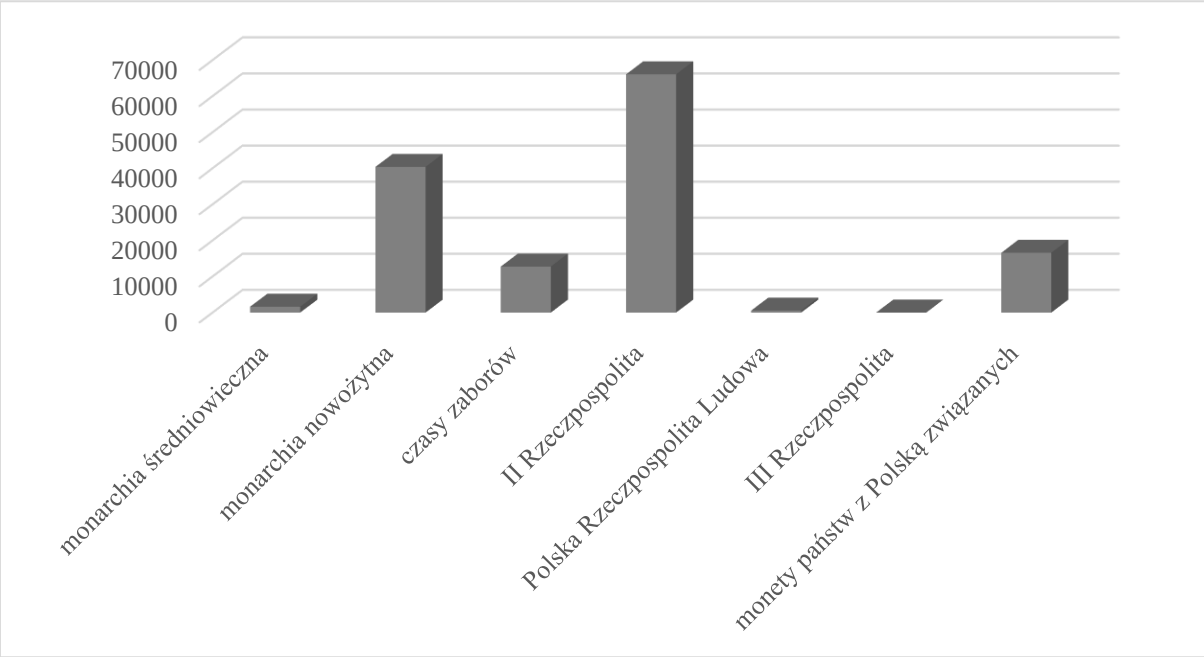
W ramach prac badawczych obliczony został nie tylko łączny wolumen sprzedaży z danej aukcji, ale także struktura obrotów ze wskazaniem na wyróżnione podokresy numizmatyczne (wykres 18). Analizy w kategoriach konieczne są do prawidłowego doboru próby badawczej do określania stóp zwrotu z inwestycji. Ze 197 aukcji procedurze poddano 192, w dwóch omówionych wcześniej przypadkach nie powstały listy wynikowe, w trzech kolejnych sprzedawano przedmioty niekwalifikujące się do badań – np. były to pieniądze papierowe. Poniższe wykresy (7–16) prezentują wolumen na wybranych aukcjach numizmatycznych. Dodatkowo obrót na pięciu aukcjach zaprezentowano w ramach omawiania zmian jakościowych na rynku numizmatycznym. Całość opracowanego materiału stanowi załącznik 2 do niniejszej pracy (wersja elektroniczna).

Wykres 7. Struktura obrotu – aukcja WCN z dn. 9.06.2001



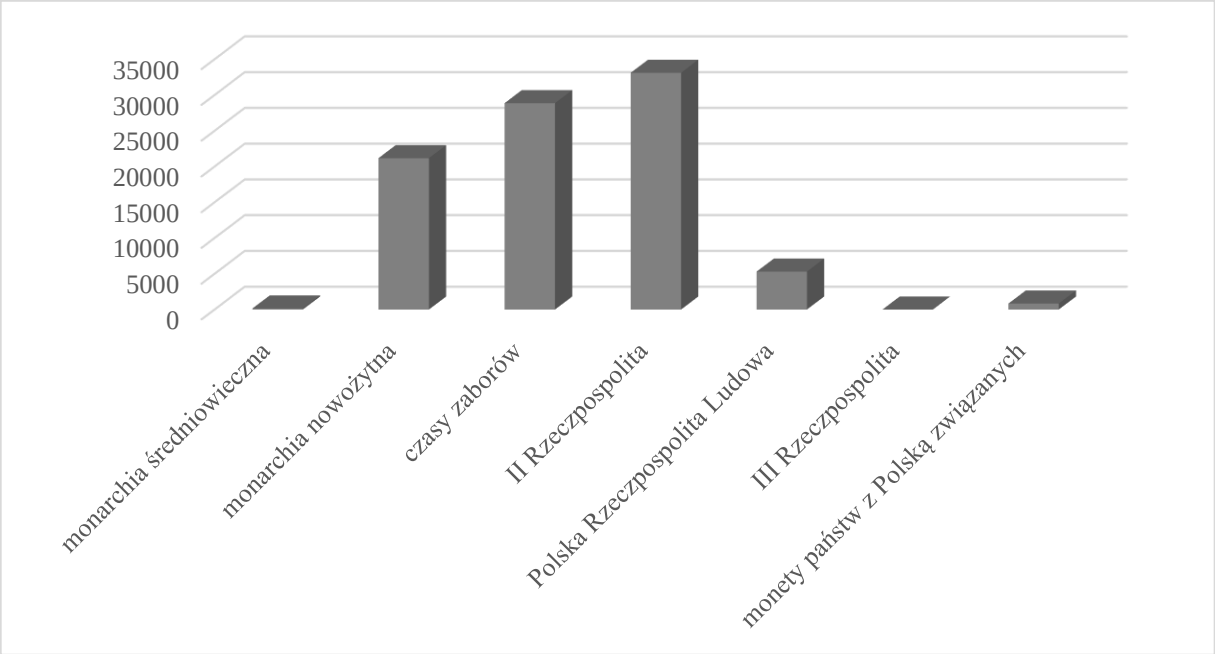
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 8. Struktura obrotu – aukcja GGN z dn. 12.04.1997



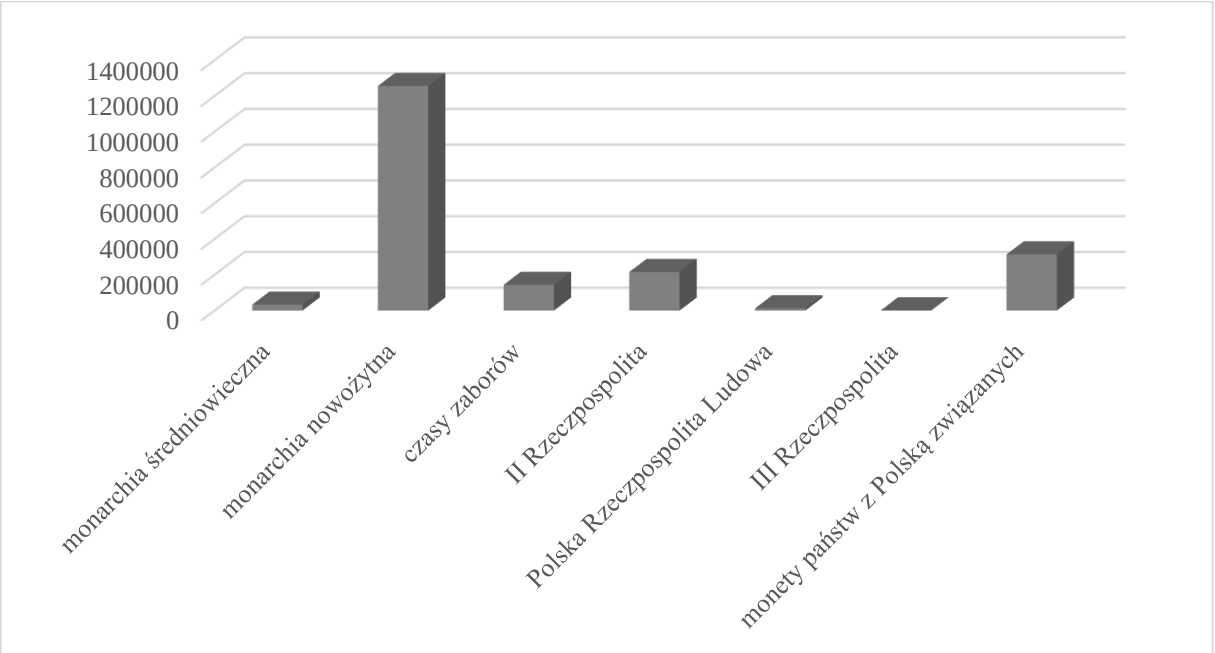
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 9. Struktura obrotu – aukcja PTN z dn. 20.11.2004



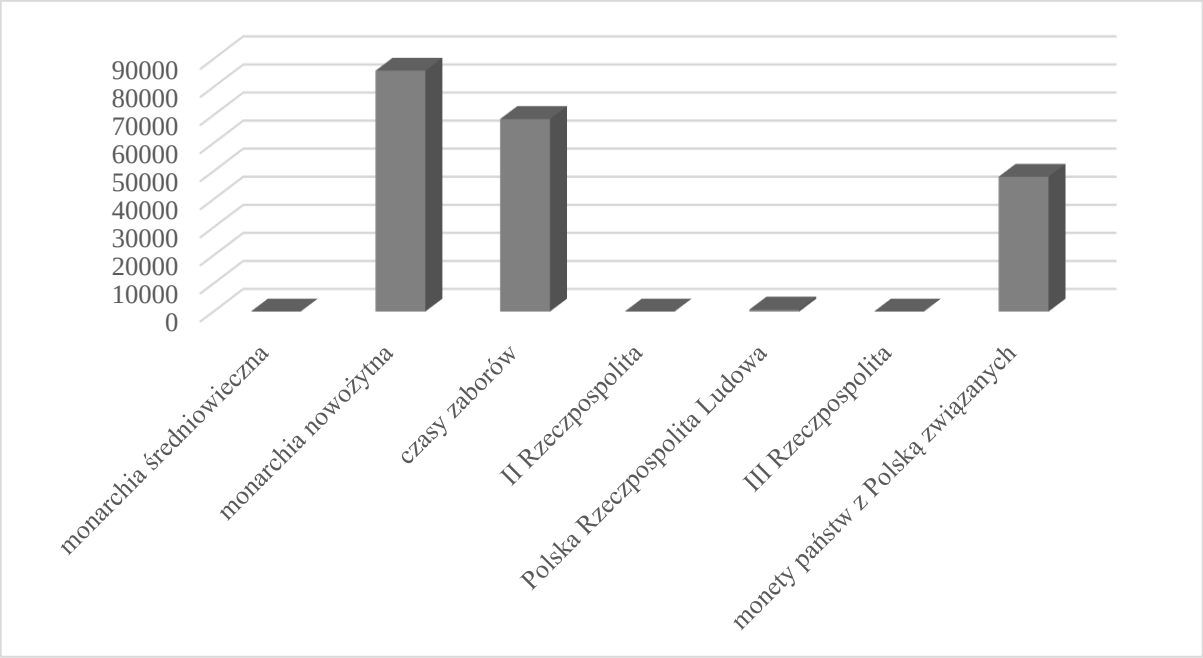
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 10. Struktura obrotu – aukcja PDN/PGN z dn. 17.04.2010



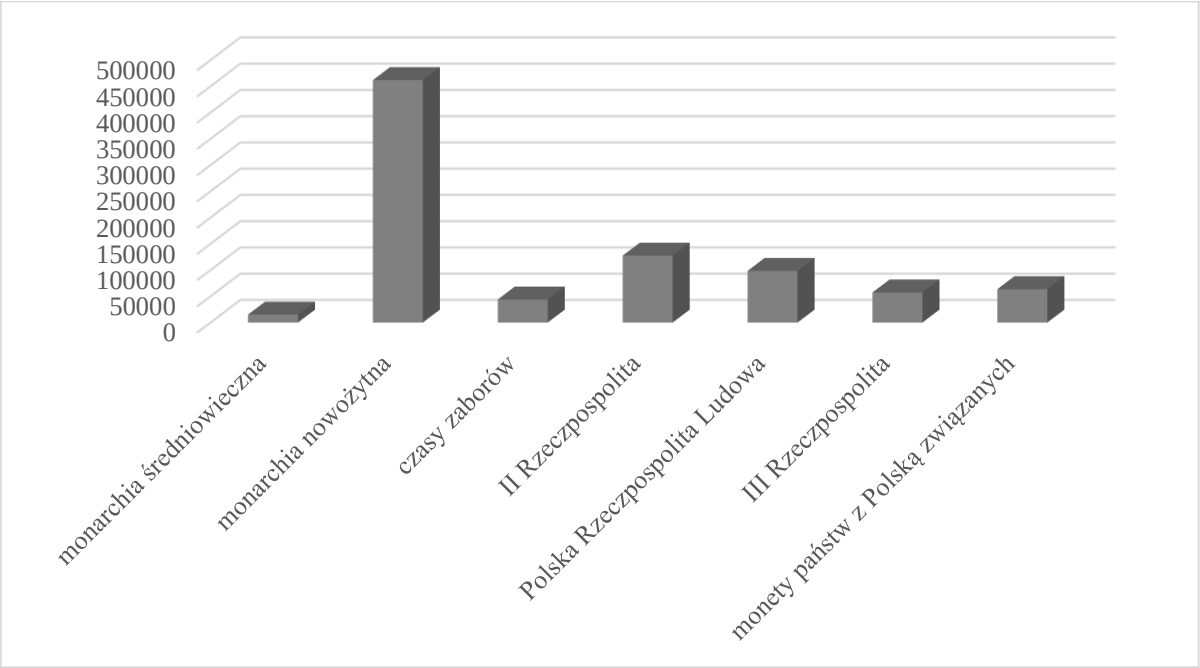
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 11. Struktura obrotu – aukcja MM WCN z dn. 25.10.2002



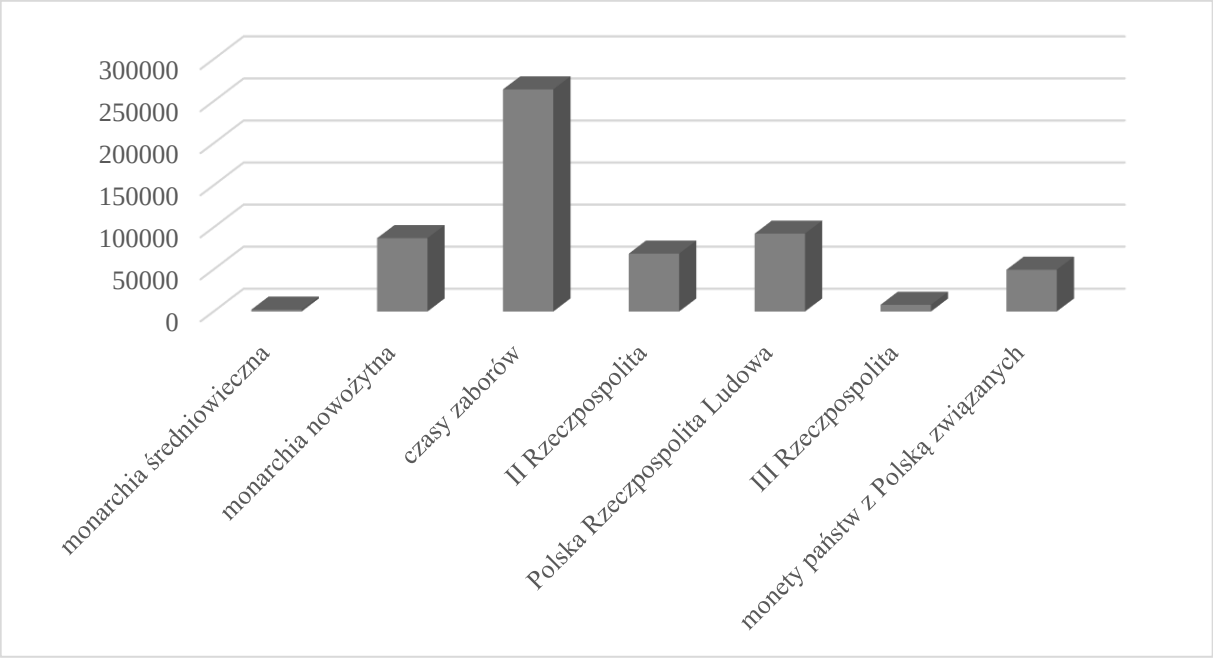
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 12. Struktura obrotu – aukcja Hobbista z dn. 6.11.2005



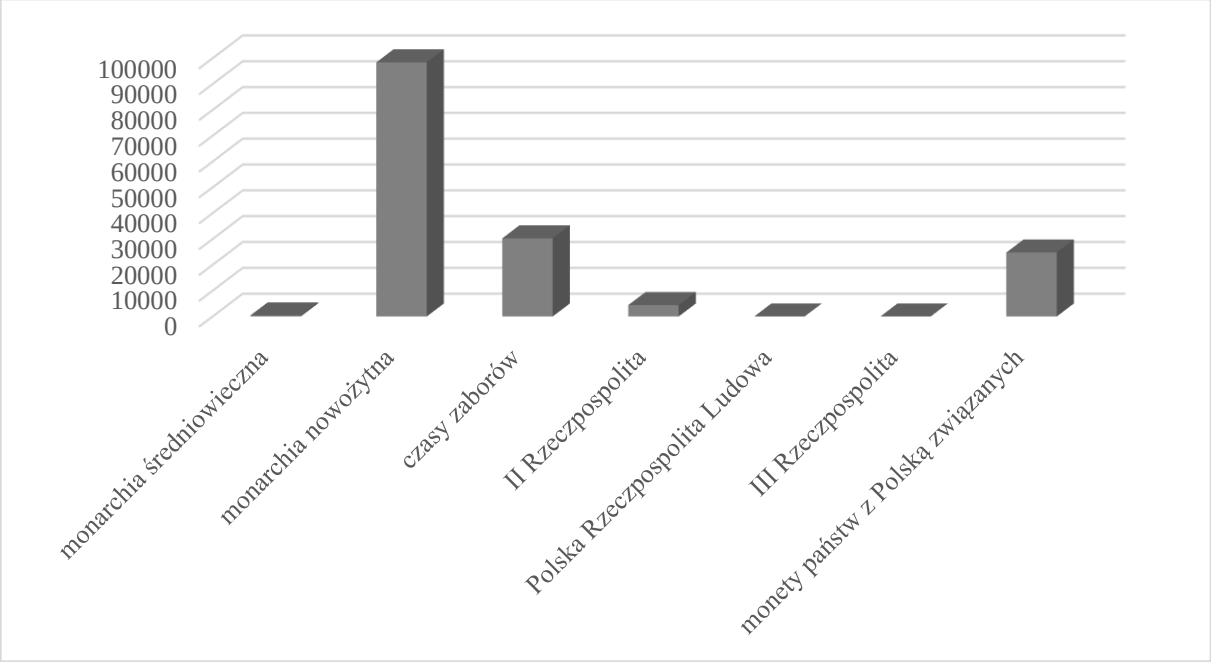
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 13. Struktura obrotu – aukcja GCN/OGN z dn. 3.10.2004



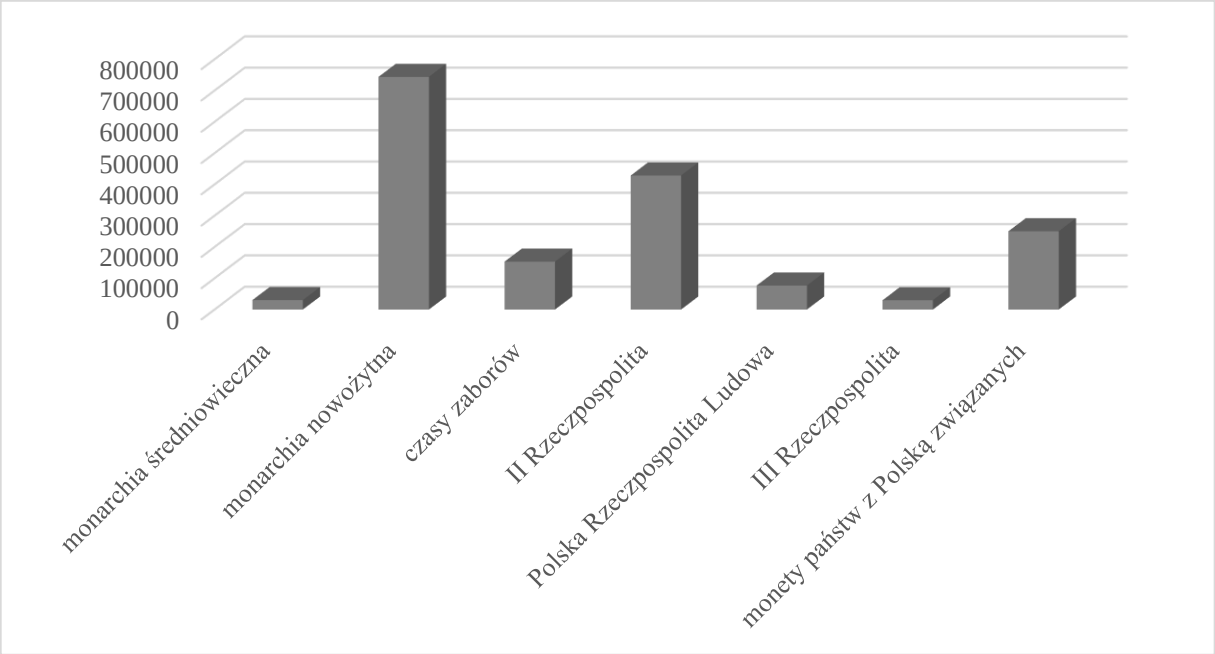
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 14. Struktura obrotu – aukcja KW z dn. 24.10.2009



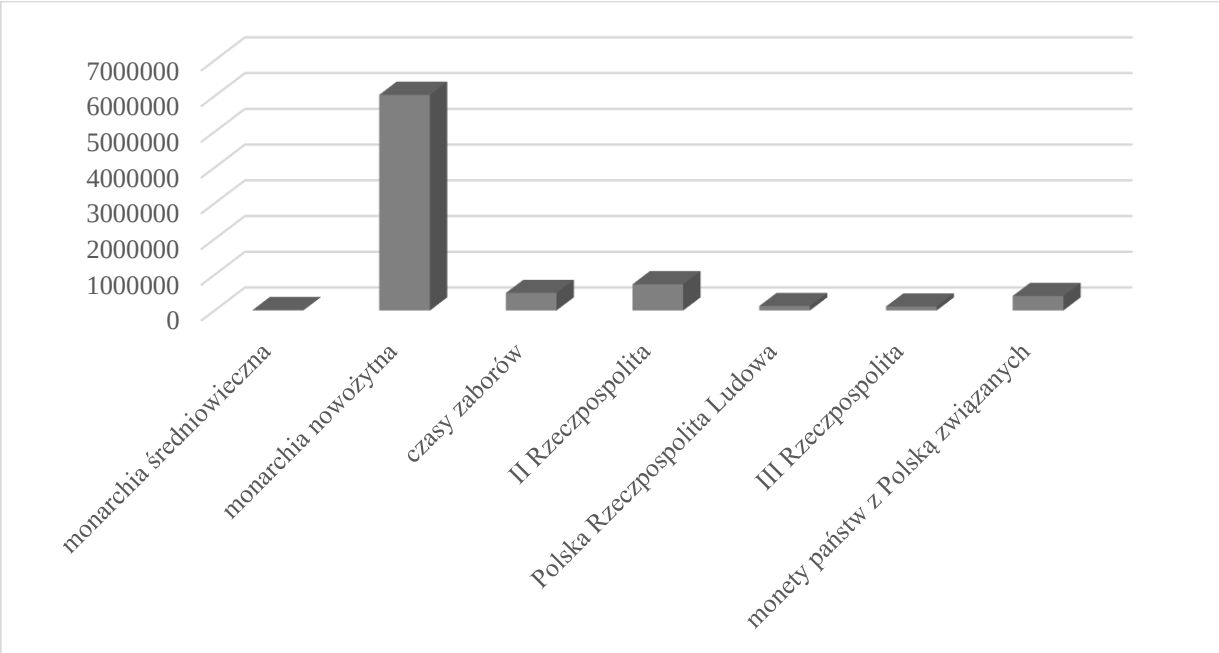
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 15. Struktura obrotu – aukcja WDA/MiM z dn. 29.09.2018



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 16. Struktura obrotu – aukcja ANMN z dn. 21.10.2017



Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione wykresy zostały dobrane celowo: ukazano na nich po jednym przykładzie z 10 różnych domów aukcyjnych. W identyczny sposób autor przeanalizował wszystkie pozostałe 182 aukcje z badanego okresu.

Budowa kompletnej bazy danych zawierającej zsumowane informacje o notowaniach sprzedanych monet umożliwiła określenie łącznej wielkości obrotów w poszczególnych latach. Zebrane dane zagregowano na trzy różne sposoby, tak aby potwierdzić prawidłowość obliczeń. Podliczone zostały odrębnie:

- obroty poszczególnych aukcji,
- obroty domów aukcyjnych,
- obroty z podziałem na podokresy numizmatyczne.

Aukcje zostały przyporządkowane zgodnie z datami ich realizacji w latach 1995–2018. Suma obrotów za dany rok została wyliczona na podstawie sumy notowań z każdej listy wynikowej. Przykładowe obliczenia wskazuje tabela 17. Komplet obliczeń zawiera załącznik 3 do niniejszej pracy (wersja elektroniczna).

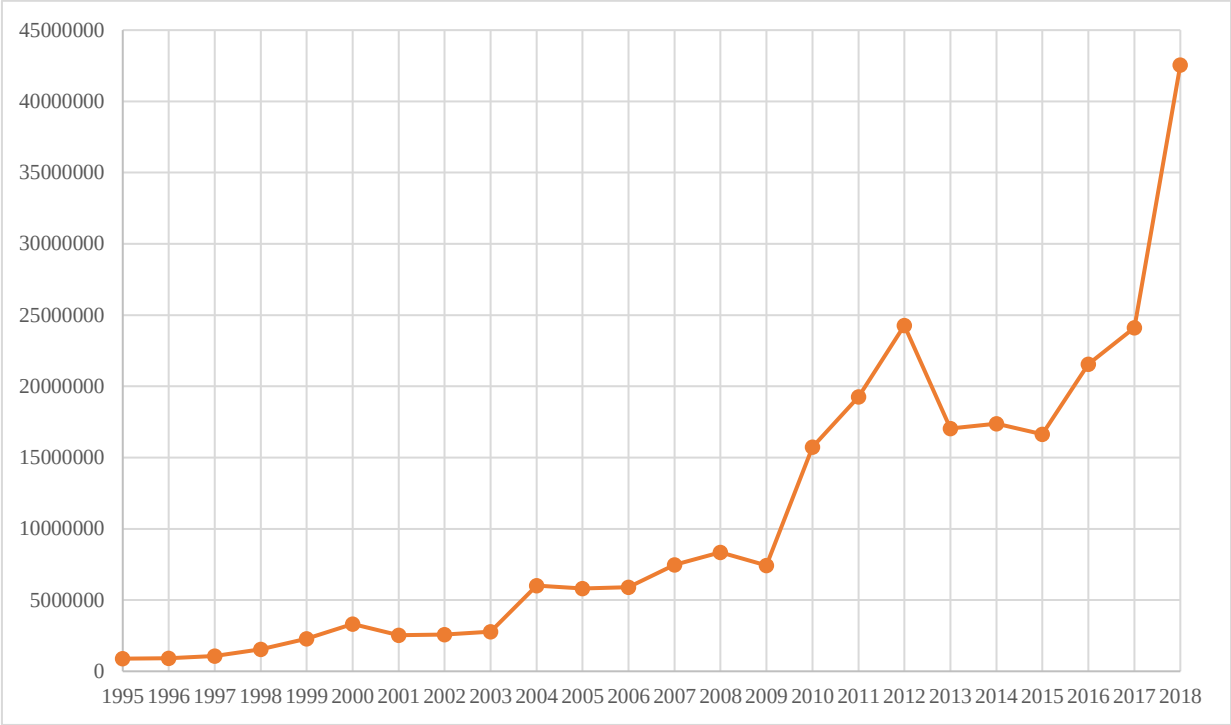
Tabela 17. Wolumen rocznych obrotów na podstawie łącznych obrotów z aukcji

Rok	Suma obrotów	Suma aukcja 1	Suma aukcja 2	Suma aukcja 3	Suma aukcja 4	Suma aukcja 5	Suma aukcja 6	Suma aukcja 7
1995	886.630	285.995	496.650	59.335	44.650			
2001	2.537.141	616.455	505.805	495.084	28.228	46.055	310.690	534.824
2007	7.485.140	1.475.265	1.508.500	1.289.540	2.732.890	320.410	158.535	
2013	17.043.950	2.006.170	1.524.880	1.188.360	34.630	2.161.160	1.0128.750	
2015	16.635.759	1.024.800	1.888.128	1.596.486	1.476.840	103.970	6.126.160	4.419.375

Źródło: opracowanie własne.

W oparciu o zgromadzone w ten sposób dane z wszystkich lat wyliczony został łączny obrót na aukcyjnym rynku numizmatycznym oraz zmiana jego wolumenu w badanym okresie. Efekt prezentuje wykres 17.

Wykres 17. Wolumen aukcji numizmatycznych w latach 1995–2018



Źródło: opracowanie własne.

Obliczenia wolumenu zostały dokonane na bazie zsumowania wszystkich pojedynczych notowań aukcyjnych w danym okresie. Ze względu na ich wagę zostały one szczegółowo zaprezentowane w tabeli 18.

Tabela 18. Wolumen aukcji numizmatycznych w latach 1995–2018

Rok	Wolumen [w zł]	Rok	Wolumen [w zł]	Rok	Wolumen [w zł]	Rok	Wolumen [w zł]
1995	886.630	2001	2.537.141	2007	7.485.140	2013	17.043.950
1996	920.390	2002	2.578.003	2008	8.358.880	2014	17.378.027
1997	1.072.398	2003	2.776.622	2009	7.436.321	2015	16.635.759
1998	1.549.743	2004	6.005.696	2010	15.740.490	2016	21.563.223
1999	2.280.708	2005	5.808.987	2011	19.259.965	2017	24.113.476
2000	3.313.723	2006	5.894.533	2012	24.273.885	2018	42.557.920

Źródło: opracowanie własne.

Niezależnie od powyższych obliczeń podsumowane zostały obroty wszystkich domów aukcyjnych w badanym okresie. Łącznie osiągnięty przez nie wolumen zgadza się z wolumenem podliczonych aukcji.

Z badania struktury obrotu z uwzględnieniem domów aukcyjnych można wyciągnąć również **wnioski o pozycji rynkowej najważniejszych uczestników rynku**. Ich obecność i wpływ na rynek oczywiście zmieniały się w czasie, co doskonale obrazuje przykład jednego z pierwszych liderów rynku – Gdańskiego Gabinetu Numizmatycznego, który po zorganizowaniu aż 36 aukcji zaprzestał tego rodzaju działalności. Niektóre z domów aukcyjnych miały bardzo krótką historię i po zaledwie kilku wydarzeniach aukcyjnych także znikały z tego segmentu rynku (często kontynuując działalność jako sklepy). Jako przykłady można wymienić Gliwickie Centrum Numizmatyczne z Opolskim Gabinetem Numizmatycznym, MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne oraz Hobbistę. Dom Aukcyjny Kazimierza Wonsika zakończył działalność ze względu na śmierć właściciela. Często domy aukcyjne łączyły swoje siły i organizowały aukcje wspólnie, co zaznaczone jest w zastosowanych opisach. Tabele 19–22 obrazują obroty osiągnięte przez wybrane podmioty.

Tabela 19. Obrót aukcyjny – ANPN/ANMN w latach 1995–2018

Kategoria numizmatyczna	Wolumen [w zł]
Monarchia średniowieczna	1.877.530
Monarchia nowożytna	72.936.100
Czasy zaborów	10.264.946
II Rzeczpospolita	10.616.255
Polska Rzeczpospolita Ludowa	3.472.765
III Rzeczpospolita	3.149.455
Monety państw z Polską związanych	3.558.261

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 20. Obrót aukcyjny – Hobbista w latach 1995–2018

Kategoria numizmatyczna	Wolumen [w zł]
Monarchia średniowieczna	84.917
Monarchia nowożytna	1.010.161
Czasy zaborów	114.458
II Rzeczpospolita	351.139
Polska Rzeczpospolita Ludowa	331.492
III Rzeczpospolita	146.972
Monety państw z Polską związanych	159.675

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 21. Obrót aukcyjny – WCN w latach 1995–2018

Kategoria numizmatyczna	Wolumen [w zł]
Monarchia średniowieczna	5.169.554
Monarchia nowożytna	53.764.922
Czasy zaborów	9.763.391
II Rzeczpospolita	10.786.600
Polska Rzeczpospolita Ludowa	1.817.030
III Rzeczpospolita	755.070
Monety państw z Polską związanych	6.460.089

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 22. Obrót aukcyjny – GNMD w latach 1995–2018

Kategoria numizmatyczna	Wolumen [w zł]
Monarchia średniowieczna	319.795
Monarchia nowożytna	6.977.416
Czasy zaborów	1.238.875
II Rzeczpospolita	2.006.460
Polska Rzeczpospolita Ludowa	678.900
III Rzeczpospolita	605.306
Monety państw z Polską związanych	588.135

Źródło: opracowanie własne.

Domy aukcyjne osiągały niezwykle zróżnicowane obroty. Tylko częściowo zależało to od liczby zorganizowanych aukcji oraz lat funkcjonowania na rynku. Polskie Towarzystwo Numizmatyczne na 30 aukcjach, mających miejsce w całym okresie badawczym, osiągnęło łączny wolumen w wysokości 3.368.990 złotych, tymczasem czterokrotnie wyższe obroty Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka zrealizował w zaledwie dwa lata (12.414.887 złotych). Rekordzistą pod względem przeprowadzonych aukcji i osiągniętych obrotów było długo Warszawskie Centrum Numizmatyczne. Podczas 63 wydarzeń sprzedało monety za kwotę 88.516.656 złotych. Rekord ten został w ostatnich latach pobity. Obecny lider rynku – Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk (właściciel domu przejął zarządzanie nim po tragicznej śmierci swojego brata Pawła Niemczyka) – na 18 aukcjach osiągnął łączny wolumen 105.875.312 złotych. Niektóre z uwzględnionych w badaniach podmiotów nie wpłynęły znacząco na rynek. Przykładowo, Gliwickie Centrum Numizmatyczne/Opolski Dom Aukcyjny zrealizowały obrót w wysokości 572.660 złotych, Hobbista – w wysokości 2.198.814 złotych, MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne 307.985 złotych. Lata 2017–2018 to czas, w którym pojawiła się znaczna grupa nowych domów aukcyjnych, jednakże poza firmą

Damiana Marciniaka nie zdążyły one jeszcze osiągnąć znaczących obrotów. Rynkowy udział poszczególnych podmiotów prezentuje tabela 23.

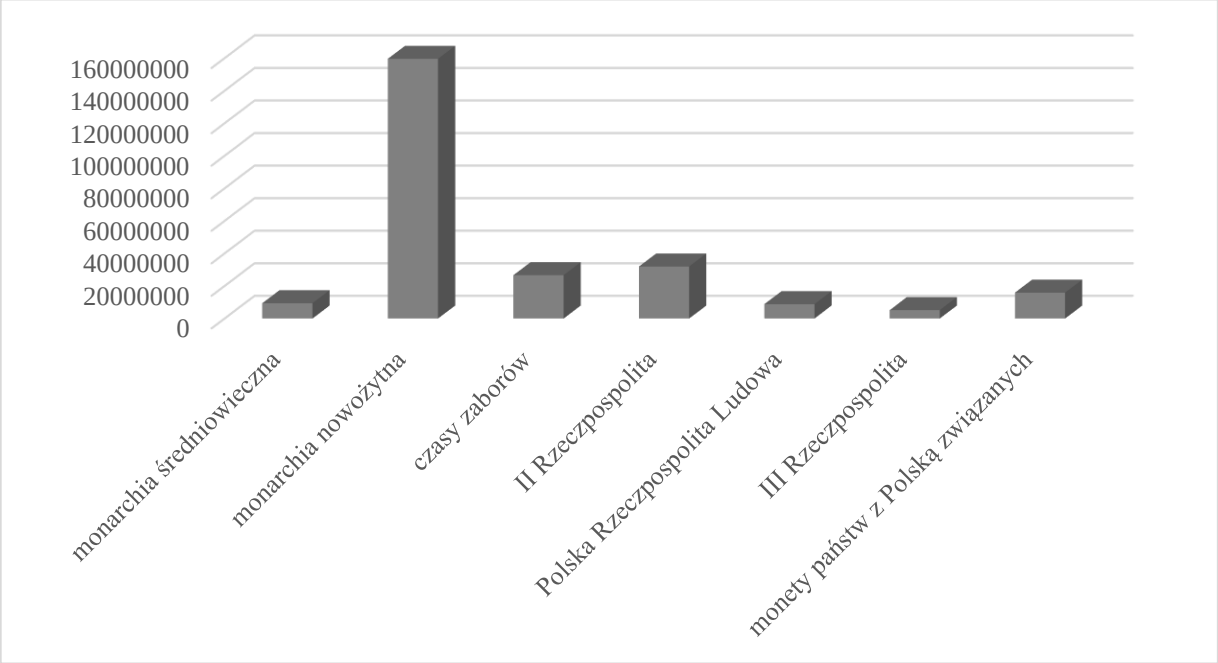
Tabela 23. Udział domów aukcyjnych w łącznym wolumenie w latach 1995–2018

Nr	Dom Aukcyjny	Wolumen	% ogólnego wolumenu
1	Antykwariat Numizmatyczny Paweł Niemczyk/Michał Niemczyk	105.875.312	41,12
2	Warszawskie Centrum Numizmatyczne	88.516.656	34,38
3	Poznański Dom Aukcyjny/Podlaski Gabinet Numizmatyczny	20.247.806	7,86
4	Warszawski Dom Aukcyjny/Gdyński Dom Aukcyjny/Monety i Medale	13.213.306	5,13
5	Gabinet Numizmatyczny Damian Marciniak	12.414.887	4,82
6	Gdański Gabinet Numizmatyczny	3.390.419	1,32
7	Polskie Towarzystwo Numizmatyczne	3.368.990	1,31
8	Dom Aukcyjny Kazimierz Wonsik	2.918.810	1,13
9	Hobbista	2.198.814	0,85
10	Stary Sklep Sylwester Kopyciński	1.347.640	0,52
11	Antykwariat Dawid Janas	1.187.830	0,46
12	Numimarket.pl	969.670	0,38
13	Gliwickie Centrum Numizmatyczne/Opolski Gabinet Numizmatyczny	572.660	0,22
14	Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcicki	459.315	0,18
15	Rzeszowski Dom Aukcyjny	418.675	0,16
16	MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne	307.985	0,12
17	Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik	62.835	0,02
Łączny wolumen		257.471.610	

Źródło: opracowanie własne.

Ostatni ze sposobów wyliczenia łącznego wolumenu polegał na **podsumowaniu obrotów osiągniętych w poszczególnych kategoriach numizmatycznych**. Agregacji wyników pod kątem kategorii dokonano na poziomie pojedynczych aukcji, jak i na poziomie domów aukcyjnych. Wolumen z podziałem na podokresy numizmatyczne prezentuje wykres 18. Ze względu na wartość zagregowanych danych i możliwość ich wykorzystania w przyszłych badaniach zostały one dodatkowo szczegółowo zaprezentowane w tabeli 24.

Wykres 18. Łączny wolumen aukcji w latach 1995–2018 z podziałem na podokresy numizmatyczne



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 24. Łączny wolumen aukcji w latach 1995–2018 z podziałem na podokresy numizmatyczne

Kategoria numizmatyczna	Wolumen [w zł]
Monarchia średniowieczna	9.422.310
Monarchia nowożytna	159.586.486
Czasy zaborów	26.642.750
II Rzeczpospolita	31.942.971
Polska Rzeczpospolita Ludowa	8.818.629
III Rzeczpospolita	5.157.728
Monety państw z Polską związanych	15.900.736
Łączny wolumen	257.471.610

Źródło: opracowanie własne.

W każdym z powyższych sposobów wyliczenia łącznego wolumenu aukcyjnego z lat 1995–2018 uzyskano sumę **obrotów wynoszącą 257.471.610 złotych**. Należy oczywiście mieć na uwadze wcześniej poczynione zastrzeżenia dotyczące przyjętych do badań określonych kategorii przedmiotów. Dla tego segmentu rynku reprezentacja aukcji przeprowadzonych przez domy aukcyjne jest jednak wystraczająca, nadto tylko ten rodzaj transakcji może zostać poddany badaniom ilościowym. Poza sumą obrotów za cały okres badawczy uzyskano informacje o zmianie wolumenu w kolejnych latach, obrotach osiągniętych przez poszczególne

domy aukcyjne i sprzedaży na każdej z aukcji odrębnie wraz uwzględnieniem odpowiednich podokresów numizmatycznych.

3.4. Waga poszczególnych kategorii numizmatycznych w ogólnym obrocie

Udział poszczególnych podokresów numizmatycznych w łącznym obrocie został przedstawiony w poprzednim podrozdziale. Wszystkie kategorie numizmatyczne mogły być jednak przyjęte jako podstawa bazy badawczej tylko w przypadku kwestii weryfikacji łącznej sprzedaży na rynku aukcyjnym (monet polskich i z Polską związanych). Badanie zwrotu z inwestycji wymaga nowej konfiguracji danych. W trakcie analiz list wynikowych aukcji, zwłaszcza tych z pierwszych lat okresu badawczego, wyniknął problem z brakiem notowań lub nielicznymi notowaniami monet z okresu PRL oraz III RP. W przypadku monet najnowszych trafiały one dopiero do sprzedaży na rynku pierwotnym. Środki płatnicze Polski Ludowej traktowane były jako powszechnie dostępne walory i często pomijano je na rynku aukcyjnym. W związku z małą liczbą notowań, głównie pojawiających się w późniejszych latach, ceny monet z kategorii PRL oraz III RP można by porównać jedynie w krótszych okresach. Mając na uwadze wagę wyliczenia zwrotu z inwestycji w długim terminie, prace zostały ograniczone do podokresów, które to umożliwiają. Uwzględniając powyższe kategorie numizmatyczne służące do doboru próby, zostały one ograniczone do: monarchii średniowiecznej, monarchii nowożytnej, czasów zaborów, II Rzeczypospolitej, monety państw z Polską związanych. Na bazie tych kategorii została wyliczona docelowa ich waga w obrotach oraz została określona **właściwa liczba monet dobranych do próby badawczej**. Proporcje prezentuje poniższa tabela.

Tabela 25. Procentowy udział wybranych kategorii numizmatycznych w badanym okresie

Nazwa kategorii	Wolumen [zł]	Udział w łącznym wolumenie [%]	Liczba monet przyjętych do próby z danego podokresu
Monarchia średniowieczna	9.422.310	3,870	4
Monarchia nowożytna	159.586.486	65,540	66
Czasy zaborów	26.642.750	10,94	11
II Rzeczpospolita	31.942.971	13,119	13
Monety państw z Polską związanych	15.900.736	6,530	6
Łączny wolumen			243.495.253

Źródło: opracowanie własne.

3.5. Stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym

Określenie procentowego udziału wybranych podokresów numizmatycznych w całościowym wolumenie umożliwiło dobór monet do próby z odpowiednim parytetem. Przedmioty powinny spełniać warunki omówione we wcześniejszych rozdziałach, zwłaszcza kryteria stanów zachowania, rzadkości i liczby notowań. Łączne zmiany notowań monet będą wpływały na zmianę głównego wskaźnika, czyli nowopowstałego indeksu numizmatycznego. Każda pozycja, niezależnie od ceny, posiada startową liczbę punktów, będącą składową indeksu. Sto monet, każda o przyporządkowanej liczbie 100 punktów, tworzy pierwsze notowanie tego wskaźnika na poziomie 10.000 punktów za 1995 rok. Zmiany cen przedmiotów powodują proporcjonalną zmianę ich wartości w ramach indeksu. Przykładowe wyliczenia prezentuje tabela 15. Liczba monet przyjęta do budowy Indeksu jest pewnym odwzorowaniem indeksów giełdowych opierających się o określoną liczbę notowanych spółek, takich jak WIG20, S&P500, DAX30.

W skład Polskiego Indeksu Numizmatycznego wchodzi sto monet z następujących podokresów numizmatycznych: monarchia średniowieczna, monarchia nowożytna, czasy zaborów, II Rzeczypospolita, monety państw z Polską związanych. Pierwsza ich próba zawierała jednak znacznie większą liczbę przedmiotów, około 150, ze względu na brak pewności, co do istniejącej liczby niezbędnych notowań dla poszczególnych walorów. Zostały one dobrane zgodnie z wiedzą numizmatyczną autora jako potencjalnie spełniające wszystkie warunki, ale ostatecznie weryfikacja bazy danych wskazała monety najpełniej reprezentowane na aukcjach. Ostateczną ich listę z proporcjonalnym podziałem na odpowiednie podokresy numizmatyczne prezentuje tabela 26.

Tabela 26. Typy monet dobrane do próby z podziałem na kategorie numizmatyczne

Kategoria numizmatyczna	Typ monety
Monarchia średniowieczna	Władysław I Herman denar trzy wieże Bolesław III Krzywousty denar dwie postacie stojące z włócznią Bolesław IV Kędzierzawy denar dwaj książęta za stołem Kazimierz III Wielki półgrosz król na tronie
Monarchia nowożytna	Zygmunt I Stary grosz 1527 Kraków Zygmunt I Stary grosz 1529 Kraków Zygmunt I Stary trojak 1536 Gdańsk Zygmunt I Stary grosz 1531 Toruń Zygmunt I Stary grosz 1538 Gdańsk Zygmunt II August trojak 1562 Wilno monogram i napis Zygmunt II August trojak 1564 Wilno monogram i napis Zygmunt II August grosz na stopę polską 1547 Wilno

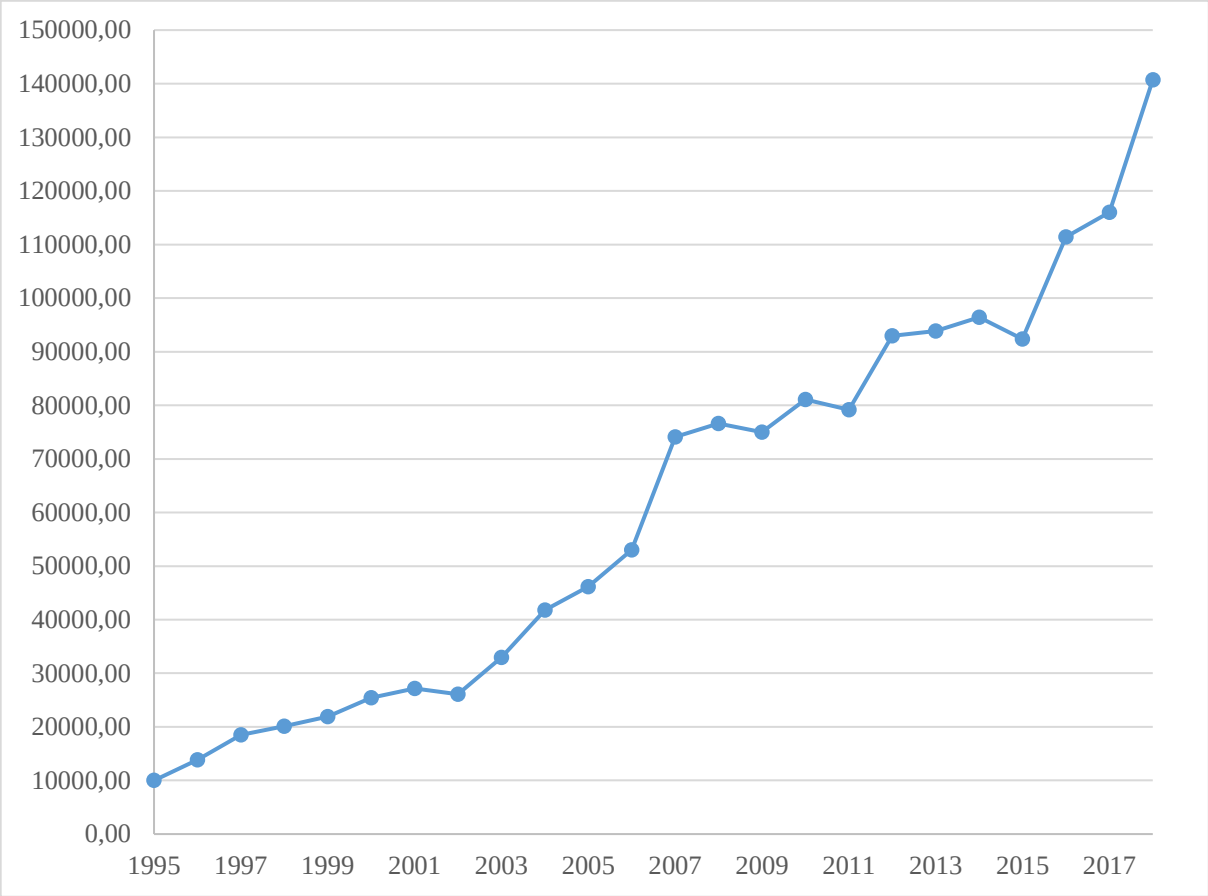
Kategoria numizmatyczna	Typ monety
Monarchia nowożytna	Zygmunt II August grosz na stopę polską 1566 Tykocin Zygmunt II August dwudenar 1570 Wilno Zygmunt II August denar 1555 Gdańsk Zygmunt II August trojak 1565 Tykocin szyderczy Stefan Batory dukat 1586 Gdańsk Stefan Batory talar 1585 Nagybanya Stefan Batory trojak 1583 Ryga Stefan Batory grosz 1583 Ryga Zygmunt III Waza talar 1628 Bydgoszcz Zygmunt III Waza talar 1629 Bydgoszcz Zygmunt III Waza talar 1631 Toruń Zygmunt III Waza ort 1609 Gdańsk Zygmunt III Waza ort 1626 Gdańsk Zygmunt III Waza trojak 1589 Ryga Zygmunt III Waza trojak 1592 Malbork Zygmunt III Waza trojak 1594 Malbork Zygmunt III Waza trojak 1597 Poznań Zygmunt III Waza trojak 1600 Kraków Władysław IV Waza talar 1634 Bydgoszcz Władysław IV Waza talar 1638 Toruń Władysław IV Waza talar 1642 Bydgoszcz Jan II Kazimierz Waza dukat 1656 Gdańsk Jan II Kazimierz Waza talar 1649 Gdańsk Jan II Kazimierz Waza ort 1654 Wschowa Jan II Kazimierz Waza ort 1654 Poznań Jan II Kazimierz Waza ort 1658 Gdańsk Jan II Kazimierz Waza ort 1662 Toruń Jan II Kazimierz Waza ort 1663 Gdańsk Jan II Kazimierz Waza szóstak 1665 Wilno Jan II Kazimierz Waza trojak 1662 Kraków Michał Korybut Wiśniowiecki dukat 1673 Gdańsk Michał Korybut Wiśniowiecki szeląg 1670 Gdańsk Michał Korybut Wiśniowiecki szeląg 1671 Toruń Jan III Sobieski dukat 1677 Gdańsk Jan III Sobieski ort 1677 Bydgoszcz Jan III Sobieski ort 1684 Bydgoszcz Jan III Sobieski szóstak 1681 Kraków Jan III Sobieski szóstak 1683 Bydgoszcz August II Mocny dukat 1697 Drezno koronacyjny ramię z szablą August II Mocny talar 1702 Lipsk krzyż z monogramem August II Mocny szóstak 1702 Lipsk August II Mocny talar 1716 Drezno August II Mocny gulden 1704 Drezno August III Sas dukat 1754 Lipsk August III Sas talar 1754 Lipsk August III Sas ort 1753 Lipsk August III Sas talar 1741 Drezno wikariacki August III Sas talar 1755 Lipsk August III Sas złotówka 1763 Gdańsk August III Sas ort 1754 Lipsk Stanisław August Poniatowski dukat 1791 Warszawa Stanisław August Poniatowski dukat 1792 Warszawa Stanisław August Poniatowski talar 1766 Warszawa Stanisław August Poniatowski talar 1775 Warszawa Stanisław August Poniatowski talar 1784 Warszawa

Kategoria numizmatyczna	Typ monety
Monarchia nowożytna	Stanisław August Poniatowski talar 1793 Warszawa targowicki Stanisław August Poniatowski półtalar 1788 Warszawa Stanisław August Poniatowski dwuzłotówka 1779 Warszawa
Czasy zaborów	Księstwo Warszawskie dukat 1812 Warszawa Księstwo Warszawskie talar 1811 Warszawa Księstwo Warszawskie talar 1812 Warszawa Księstwo Warszawskie talar 1814 Warszawa Księstwo Warszawskie 5 groszy 1811 Warszawa IB Królestwo Polskie/Kongresowe 25 złotych 1819 Warszawa Królestwo Polskie/Kongresowe 25 złotych 1824 Warszawa Powstanie Listopadowe 5 złotych 1831 Warszawa Powstanie listopadowe 2 złote 1831 Warszawa Wolne Miasto Kraków 1 złote 1835 Wiedeń Królestwo Polskie/Kongresowe 10 złotych 1833 Petersburg
II Rzeczypospolita	II RP 10 złotych 1932 Londyn bez znaku mennicy II RP 10 złotych 1933 Warszawa Sobieski II RP 10 złotych 1933 Warszawa Traugutt II RP 5 złotych 1928 Warszawa Nike ze znakiem mennicy II RP 5 złotych 1930 Warszawa Sztandar stempel płytki II RP 2 złote 1924 Filadelfia Żniwiarka odwrotka II RP 2 złote 1924 Birmingham Żniwiarka z literką h II RP 1 złoty 1925 Londyn Żniwiarka II RP 1 grosz 1930 Warszawa II RP 10 złotych 1934 Warszawa Piłsudski klipa II RP 2 złote 1934 Warszawa Piłsudski II RP 2 złote 1936 Warszawa Piłsudski II RP 100 złotych 1925 Warszawa Kopernik mały w brązie
Monety państw z Polską związanych	Prusy Książęce trojak 1541 Królewiec Prusy Książęce grosz 1538 Królewiec Prusy Książęce grosz 1541 Królewiec Księstwo Kurlandii i Semigalii talar 1780 Mitawa Księstwo legnicko-brzesko-wołowskie talar 1607 Złoty Stok Księstwo oleśnickie 6 krajcarów 1674 Oleśnica

Źródło: opracowanie własne.

Ceny monet służące do wyliczenia indeksu pochodzą z bazy 2.400 notowań wybranych z list wynikowych aukcji mających miejsce w latach 1995–2018. W przypadku braku sprzedaży określonego typu numizmatu w danym roku w ramach indeksu zostaje zachowana ostatnia uzyskana cena, pozostaje ona aktualna do momentu pojawienia się nowego notowania. Wartość punktowa indeksu jest uzupełniana o wszystkie nowe wartości poszczególnych monet oraz o wartości z lat poprzednich, jeżeli nie uległy one zmianie. Polski Indeks Numizmatyczny został opracowany na wyznaczonym zakresie czasowym badań. Notowaniom odpowiada dokładnie taka sama liczba 2.400 wartości obliczonych w punktach, będących składowymi elementami wskaźnika. Wynik prac nad stopami zwrotu z inwestycji w numizmatykę za lata 1995–2018 w postaci indeksu prezentującego punktowo zmiany rynku obrazuje wykres 19.

Wykres 19. Polski Indeks Numizmatyczny w latach 1995–2018



Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowany powyżej indeks jest **pierwszym odzwierciedleniem zmian cen polskich monet w czasie w tak szerokim zakresie przedmiotowym**. Opiera się on na numizmatach z prawie tysiącletniego okresu mennictwa polskiego i z Polską związanego. Jego skład odzwierciedla w precyzyjnej proporcji obroty generowane według określonych kategorii numizmatycznych. Zbudowany został na bazie analizy kompletnego zbioru list wynikowych aukcji zrealizowanych w latach 1995–2018. Zagregowane dane objęły kilkaset tysięcy pojedynczych wyników. Wybrana próba monet, stanowiąca bazę indeksu, posiada założone cechy wynikające ze stopnia rzadkości, stanu zachowania oraz występowania właściwej liczby notowań na przestrzeni badanego okresu. Polski Indeks Numizmatyczny jest pierwszym w Polsce przekrojowym narzędziem służącym do całościowej analizy aukcyjnego rynku numizmatycznego. Zakres czasowy prac pozwala na długoterminową ocenę stóp zwrotu z potencjalnych inwestycji na wybranym rynku emocjonalnym. Ma on pewne słabości

wynikające ze specyfiki przedmiotu badań. Najważniejszą z nich jest kwestia porównywalności monet, a tym samym ich notowań. Różnice w kolejnych notowaniach mogą wynikać ze sprzedaży numizmatów o różnym, ale mieszczącym się w przyjętych przedziałach, stanie zachowania. W przypadku monet o stanach najbliższych sobie, np. II i II–, są one zwykle minimalne, tym bardziej że jest ich ocena jest uznaniowa. Często poważne odchylenia cenowe spowodowane są przez pojawienie się na aukcji monet o szczególnie wyjątkowym stanie zachowania. Numizmaty uznawane za wyjątkowe w skali wszystkich dostępnych egzemplarzy osiągają wyceny zdecydowanie przekraczające średnie rynkowe. Ważnym aspektem bywa też kwestia emocjonalnego zachowania kolekcjonerów. Licytując ostatnie brakujące im w kolekcji typy monet lub konkurując ambicjonalnie pomiędzy sobą, potrafią znacznie podnieść ostateczną cenę przedmiotu. Znanym w numizmatyce i wpływającym na notowania aukcyjne jest też efekt proweniencji. Monety należące kiedyś do najwybitniejszych numizmatyków osiągają wyjątkowe ceny z uwagi na swoje pochodzenie. Jako przykłady można wymienić kolekcje Potockich, Henry'ego Karolkiewicza, Stanisława Herstala, czy też króla Egiptu Faruka I. Przyjęta liczba stu monet wchodzących w skład indeksu ma za zadanie niwelować wpływ pojedynczych notowań monet na całość wskaźnika, ale z pewnością warto mieć powyższe zastrzeżenia na uwadze.

3.6. Porównanie stóp zwrotu na rynku emocjonalnym ze stopami zwrotu na rynkach klasycznych

Dla potencjalnych inwestorów wyniki badań stóp zwrotu z inwestycji na rynkach emocjonalnych nabierają szczególnego znaczenia w zestawieniu ich z wynikami osiąganymi na dotychczas im znanych rynkach klasycznych. Nowe rynki wiążą się z innymi typami ryzyka. Inwestycje w numizmatykę, sztukę, wina prowadzone są z reguły w **realiach ograniczonej dostępności do informacji, niskiej płynności, braku transparentności oraz regulacji**[407]. Aspekty te utrudniają określenie efektywności inwestycji w aktywa emocjonalne. Tworzenie tematycznych indeksów oraz ich porównywanie, np. z indeksami giełdowymi, umożliwia inwestorom korzystanie z nich jako narzędzi wspierających procesy decyzyjne.

---

[407] A.B. Kasprzak-Czelej, *Możliwości dywersyfikacji ryzyka z wykorzystaniem inwestycji alternatywnych*, „Zarządzanie i Finanse", t. 4, nr 2 (11), 2013, s. 256–258.

Najszerszy zakres badań stóp zwrotu z inwestycji emocjonalnych przeprowadzano na rynku sztuki. Zestawienie wyników badań autorów zagranicznych przedstawione przez K. Borowskiego oraz Aleksandrę Gurczyńską nie pozwala na jednoznaczne wskazanie wyższej efektywności, rozumianej jako stopy zwrotu z danego typu inwestycji, choć zdecydowana większość autorów opowiada się za przewagą inwestycji klasycznych[408]. Zbliżone wnioski zaprezentował Pate Gomori[409]. O zróżnicowaniu osiąganych wyników może jednak świadczyć, iż cytowane przez Gomoriego badania Jianpinga Mei i Michaela Mosesa stoją w sprzeczności ze wskazaną przez Roberta A. Browna wyższą stopą zwrotu z inwestycji w sztukę niż w amerykańskie akcje, obliczoną na podstawie Mei Moses Fine Art Index[410].

W ramach inwestycji emocjonalnych wyróżnić można bardzo szeroki zakres sprzedawanych przedmiotów. Jest to grupa niejednorodna. Wyniki osiągane z inwestycji w stare samochody, numizmaty, znaczki, sztukę, książki itp. należy generować i analizować odrębnie. Charakterystyczne cechy poszczególnych podgrup mogą wykazywać inny zwrot z zainwestowanego kapitału. Mają bowiem inną płynność czy związane z inwestycją ryzyko.

Inwestycje w numizmatykę podlegały dotychczas badaniu w znacznie węższym zakresie niż inwestycje w sztukę. Ich weryfikację zdecydowanie komplikował problem definicji przedmiotu obrotu. Badacze niejednokrotnie traktowali jako tożsame inwestycje w monety bulionowe, współczesne monety kolekcjonerskie oraz monety historyczne. Zdaniem P. Gomoriego, na cenę monet składają się wartość metalu, z jakiego została wykonana oraz wartość numizmatyczna lub estetyczna[411]. Są to jednak wyróżniki, które należy stosować oddzielnie do poszczególnych szeroko rozumianych elementów numizmatyki. Wartość monet historycznych zależna jest od ich rzadkości oraz stanu zachowania, co zostało szczegółowo opisane w poprzednich rozdziałach pracy. Wartość metalu w ich cenie ma znaczenie marginalne. Odwrotna sytuacja występuje w przypadku monet bulionowych. Ich wycena jest wprost związana z rodzajem kruszcu, z jakiego są wybite. Wartość numizmatyczna z reguły nie występuje. Kwestie estetyczne w obydwu grupach mają znaczenie znikome. Ich wpływ można

---

[408] K. Borowski, A. Gurczyńska, *Stopy zwrotu i ryzyko w wybranych segmentach rynku sztuki i inwestycji klasycznych (akcje, obligacje)*, „Przedsiębiorstwo i Finanse", nr 3 (26), 2019, s. 6–9.
[409] P. Gomori, *The Economics of Art. and Auctions: The Case of Coin Collecting*, s.2, http://roshankhaneh.net/wp-content/uploads/2019/03/2-315.pdf [dostęp 4.08.2021].
[410] R.A. Brown, *Rare Coins: A Distinct and Attractive Asset Class*, s. 1, http://www.usrarecoininvestments.com/coin_articles/rare_coins2.htm [dostęp 4.08.2021].
[411] P. Gomori, op. cit., s.1.

szerzej dostrzec w przypadku współczesnych monet kolekcjonerskich, u których wygląd lub tematyka mogą mieć wpływ na decyzję o zakupie danego przedmiotu. Brak powyższego rozróżnienia występuje również w pracy Antonio A. Blanco, José L. Coca-Peréza, Miguela P. Romána oraz José Á. Garcíi. Badając monety historyczne, jako przykład wzrostu rynku podawali zwiększenie sprzedaży monet bulionowych podczas kryzysu ekonomicznego[412].

Na wyniki badań nad stopami zwrotu z inwestycji w numizmatykę, poza właściwym zdefiniowaniem przedmiotu badań, wpływ ma przyjęty zakres czasowy oraz liczba i zróżnicowanie przedmiotów mających odzwierciedlać sytuację rynkową. Przytaczani powyżej autorzy trafnie położyli nacisk na jak najszerszy okres badań. Zagregowali wyniki za lata 1950–2010, jednak w swej pracy uwzględnili jedynie jedną przykładową monetę: the Walking Liberty[413]. Zbliżone badanie przeprowadzili Kenneth Koford i Adrian E. Tschoegl. Ujęli w nim analizę wyników sprzedaży dwóch monet: the Morgan Dollar oraz Liberty Head Eagle. Monety te wybito w olbrzymich nakładach, 650 milionów Morgan Dollar w latach 1878–1921 oraz 42 miliony Liberty Head Eagle w latach 1838–1906[414]. Jednak nadal są to jedynie dwa typy monet z bogatego mennictwa amerykańskiego.

Dodatkową kwestią, którą można uznać za dyskusyjną zarówno w pracach badawczych prowadzonych w USA, jak i w rynkowym obrocie numizmatycznym, jest poleganie na gradingu jako jednoznacznym wskaźniku stanu zachowania monet. PCGS i NGC traktowane są jako wysoce wiarygodne w tym zakresie i tylko nieliczni podważają ich oceny. Działalność firm niezależnie i bezstronnie oceniających monety legła u podstaw profesjonalizacji rynku i zaangażowania wielu inwestorów niebędących szczególnie zainteresowanych numizmatyką w kontekście emocjonalnym. Zaangażowanie międzynarodowych graczy finansowych, takich jak Merill Lynch and Kinnder, Peabody&Co., Salomon Brothers Inc. i budowa przez nich funduszy inwestycyjnych oraz indeksów opartych o numizmatykę, zwróciły uwagę amerykańskiej Federal Trade Commission na problem wiarygodności gradingu. Agencja szczególnie przyjrzała się działalności firmy gradingowej PCGS. Uznała, że jej oceny są bardzo subiektywne i nie w pełni realizuje ona zasady bezstronności. Potwierdzono, iż popularny stał

---

[412] A.A. Blanco, J.L. Coca Peréz, M.P. Román, J.A. García, *An Application of the Markowitz Theory to Numismatics (The Walking Liberty)*, „Gestion 2000", Vol. 32, No. 2, 2015, s. 22.
[413] Ibidem, s. 22–25.
[414] K. Koford, A.E, Tschoegl, *The Market Value of Rarity*, „Journal of Economic Behavior & Organization", Vol. 34, No. 3, 1998, s. 445–449.

się tzw. *regrading* monet – wielokrotne wysyłanie tych samych egzemplarzy do ponownej oceny w celu uzyskania wyższych ocen, czego następstwem było uzyskanie wyższych not. Różnica pomiędzy ich wynikami wynosiła nawet cztery stopnie w skali Sheldona – od MS62 do MS66[415]. Przykładowy wpływ, jaki mają takie zmiany na cenę poszczególnych monet, obrazuje tabela 27.

Tabela 27. Ceny monet w zależności od oceny firmy gradingowej

Nazwa monety	Rocznik	Ocena w skali Sheldona	Cena w dolarach (przykładowe z roku 2006)
Liberty Nickel	1885	MS65	8.000
Liberty Nickel	1885	MS66	17.500
Liberty Nickel	1885	MS67	55.000
Mercury Dime	1916-D	MS65	48.500
Mercury Dime	1916-D	MS66	62.500
Mercury Dime	1916-D	MS67	140.000
SL Quarter	1916	MS65	35.000
SL Quarter	1916	MS66	50.000
SL Quarter	1916	MS67	90.000
Walking Lib 50c	1919-D	MS64	40.000
Walking Lib 50c	1919-D	MS65	135.000
Walking Lib 50c	1919-D	MS66	275.000
Saint $20	1920-S	MS64	115.000
Saint $20	1920-S	MS65	200.000
Saint $20	1920-S	MS66	365.000

Źródło: G. Knaus, *Investing in rare coins, finding the emperor's clothes,* Numismatic Investments Corporations, 2006, http://www.coinforum.com/uploads/investing-coins.pdf [dostęp 5.08.2021].

Wpływ firm gradingowych na amerykański rynek numizmatyczny jest decydujący: z jednej strony pozwala określić stan zachowania monety bez konieczności posiadania fachowej wiedzy, z drugiej stanowi określone zagrożenie ze względu na zbyt małą transparentność ocen.

Badania nad stopami zwrotu z inwestycji w numizmatykę prowadzono również na szerszym materiale badawczym. Alex Kane stworzył przekrojowe portfolio 120 amerykańskich monet. W latach 1970–1979 średni roczny zysk z hipotetycznego portfela wyniósł 20,58%[416]. W dłuższej, 35-letniej perspektywie, indeks oparty o rzadkie monety USA wykazał 12,7% rocznego zwrotu z inwestycji. Portfolio opracowane przez Gary'ego Knausa w badanym przez niego okresie 10,5 miesiąca osiągnęło 15,45% zysku. W tym samym czasie PCGS3000 Rare

[415] G. Crouch, *The Rare-Coin Business Feels a New Tarnish*, „Los Angeles Times", 2.09.1990, https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1990-09-02-fi-2027-story.html [dostęp 5.08.2021].
[416] A. Kane, *Coins: Anatomy of a Fad Asset*, „The Journal of Portfolio Management", Vol. 10, No. 2, 1984, s. 44–51.

Coin Index zyskał jedynie 3,89%[417]. Powyższe różnice ukazują złożoność problematyki samych indeksów oraz osiąganych wyników. Selekcja monet do próby pozwala wpływać na ostateczne rezultaty. Sprzedaż wyjątkowo rzadkich egzemplarzy nie jest właściwym wskaźnikiem obrazującym szeroki rynek numizmatyczny. Dobranie jak najszerszej próby obejmującej znaczną gamę typów monet, zbliżonych cenowo do średniej wartości transakcji, pozwoli zbliżyć się do właściwej oceny sytuacji rynkowej.

Polski Indeks Numizmatyczny opracowany został na bazie analizy 750.000 wyników transakcji zebranych w trzech największych katalogach elektronicznych polskich domów aukcyjnych. Obejmuje swoim zakresem czasowym monety od Bolesława Chrobrego do II Rzeczypospolitej. Numizmaty zostały dobrane zgodnie z proporcją obrotu generowanego przez poszczególne podokresy numizmatyczne. Procentowe zmiany cen poszczególnych monet znajdują swoje odzwierciedlenie w ich wartości punktowej wchodzącej w skład indeksu.

Stopy zwrotu z inwestycji w numizmatykę porównane zostały z wynikami klasycznych inwestycji opartych na **giełdowym indeksie WIG oraz na 10-letnich obligacjach skarbowych**. Na wykresach 20 i 22 przedstawiono roczne stopy zwrotu dla badanych instrumentów. Porównanie stóp zwrotu z giełdy i monet wykonano dla lat 1996–2018. Sytuację na GPW zobrazowano roczną zmianą indeksu WIG. Za takim wyborem indeksu z katalogu dostępnych narzędzi syntetycznej oceny sytuacji giełdowej przemawiało długoterminowe statystyczne odwzorowanie stóp zwrotu z inwestycji w akcje przedsiębiorstw.

W przypadku rentowności długoterminowych obligacji skarbowych okres porównawczy jest krótszy ze względu na dostępność danych o rentownościach papierów skarbowych. Dane pochodzą z bazy Eurostatu[418] i obrazują roczne rentowności 10-letnich obligacji skarbowych.

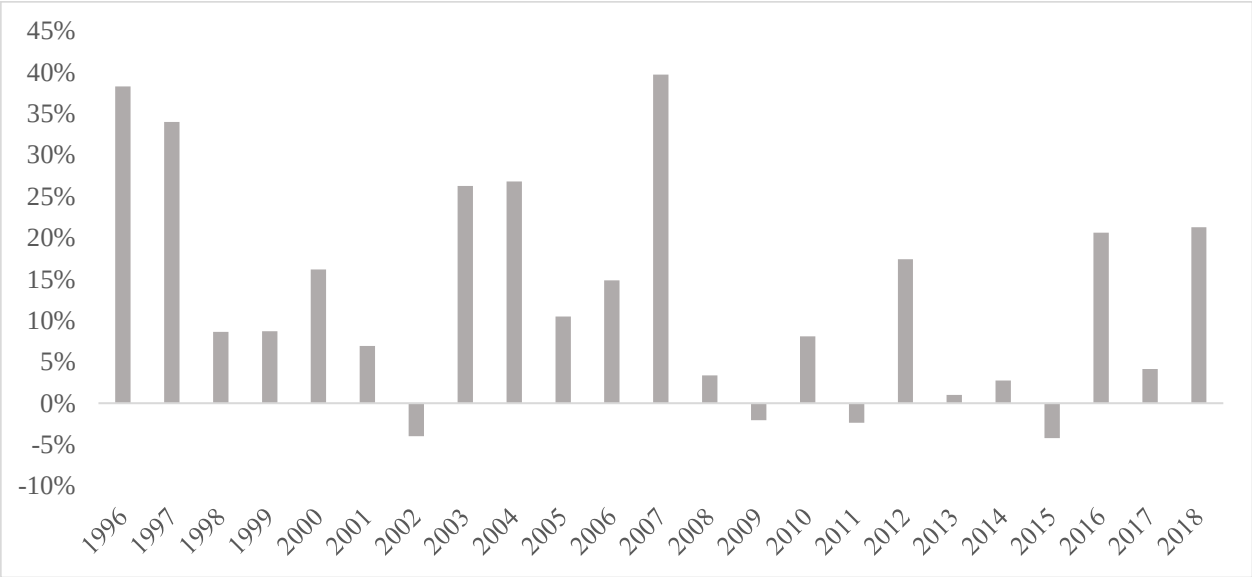
---

[417] G. Knaus, *Investing in Rare Coins, Finding the Emperor's Clothes*, Numismatic Investments Corporations, 2006, http://www.coinforum.com/uploads/investing-coins.pdf [dostęp 5.08.2021], s.4.
[418] https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/teimf050 [dostęp 15.10.2021].

Wykres 20. Stopy zwrotu z inwestycji w WIG w latach 1996–2018

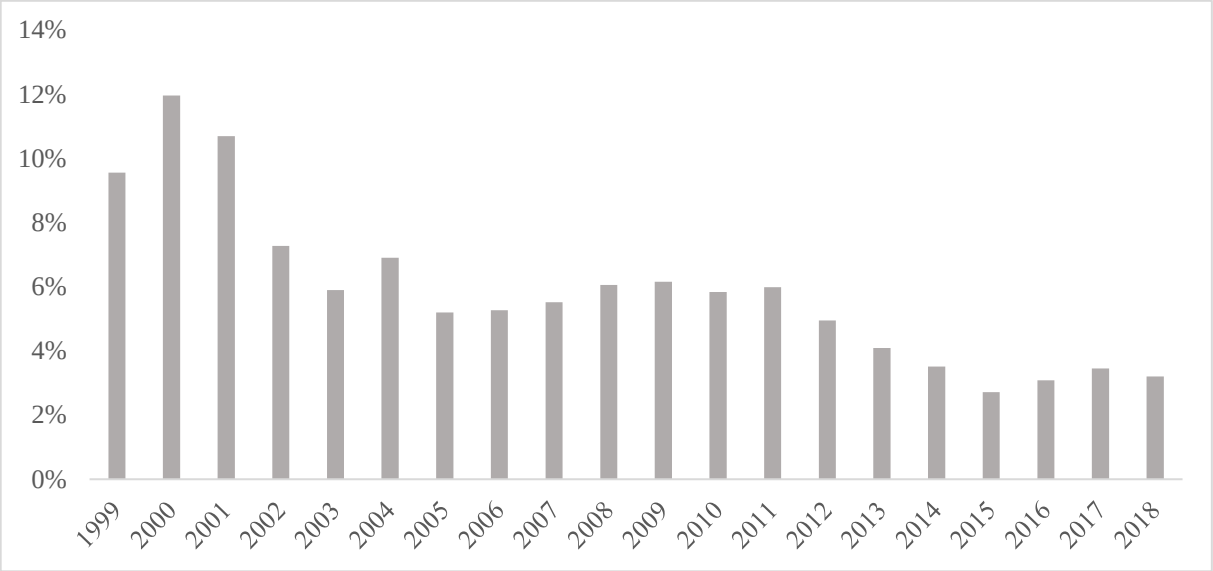
Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.gpw.pl/archiwum-notowan [dostęp 15.10.2021].

Wykres 21. Roczne stopy zwrotu z inwestycji w PIN w latach 1996–2018



Źródło: opracowanie własne.

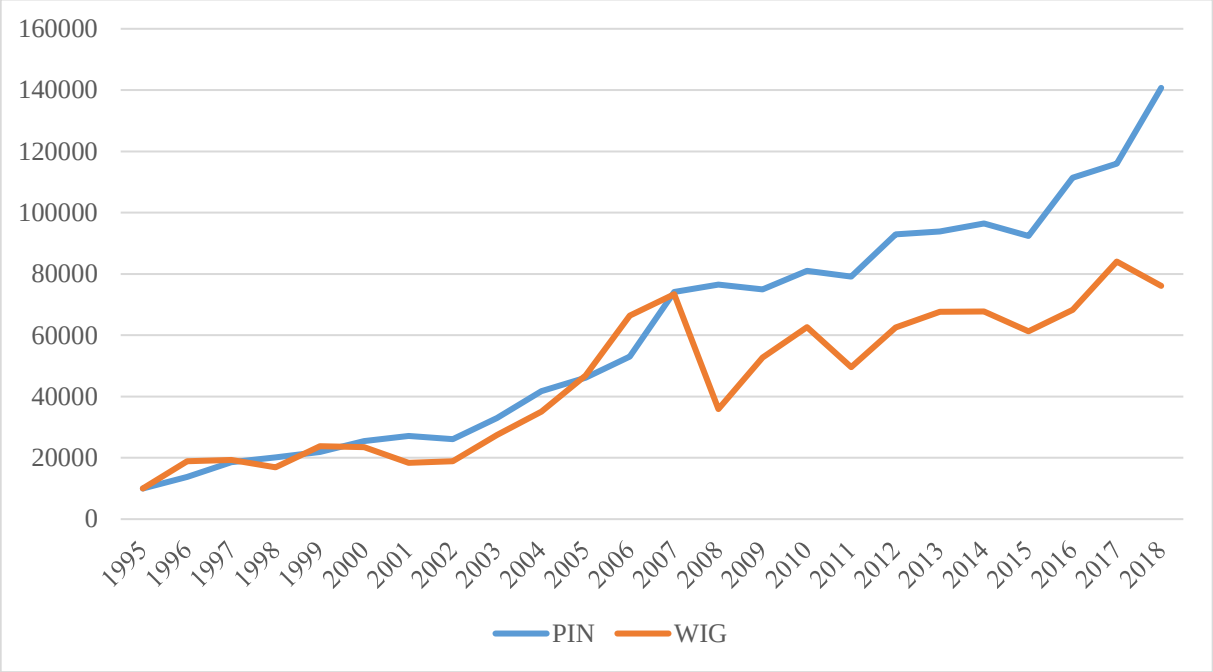
Wykres 22. Stopy zwrotu z inwestycji w państwowe obligacje 10-letnie w latach 1999–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/teimf050 [dostęp 15.10.2021].

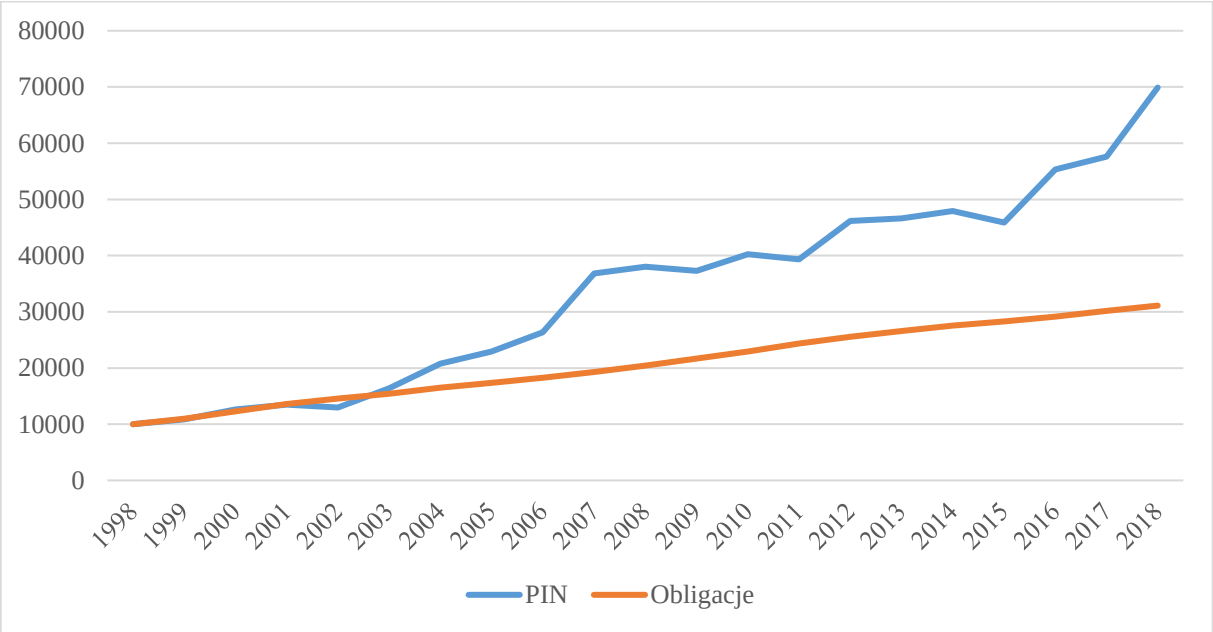
Znaczna zmienność, zwłaszcza dotycząca rynku akcyjnego, utrudnia porównanie długoterminowych stóp zwrotu. W tym celu **wyniki osiągane na rynkach klasycznych zostały również przetworzone w formę indeksu** zbliżonego do indeksu PIN. Indeks WIG, niezależnie od swojej historycznej punktacji, zobrazowany został wykresem, w którym kwota bazowa w 1995 roku została przyjęta na poziomie 10.000 punktów. Ze względu na dostępność danych, dotyczących 10-letnich obligacji skarbowych i przyjęcie początkowej daty ich indeksu na 1999 rok, porównanie ze zwrotem z inwestycji numizmatycznych zostało przedstawione na odrębnym wykresie. Kwota bazowa 10.000 punktów została przyjęta w 1998 roku. Zagregowane dane prezentują wykresy 23 oraz 24.

Wykres 23. Porównanie stóp zwrotu z inwestycji w Polski Indeks Numizmatyczny oraz w inwestycje klasyczne – akcje



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 24. Porównanie stóp zwrotu z inwestycji w Polski Indeks Numizmatyczny oraz w inwestycje klasyczne – obligacje



Źródło: opracowanie własne.

Rozdział trzeci pracy prezentuje badania własne, mające na celu wielowymiarową ocenę rynku numizmatycznego, rozpoczętą opracowaniem narzędzi badawczych, umożliwiających takową ocenę. W pierwszym kroku zbudowana została kompletna baza danych o przeprowadzonych aukcjach przez branżowe domy aukcyjne. Jej zakres objął lata wykraczające poza zakres czasowy pracy. Może ona stanowić gotowy materiał badawczy dla innych autorów. Z kategorii przedmiotów sprzedawanych na aukcjach wybrano do badań najistotniejszą grupę – monety polskie i z Polską związane. Kwerenda zbiorów prywatnych oraz archiwów Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego, zakupy na portalach internetowych i aukcjach literatury pozwoliły na zgromadzenie zbioru 197 katalogów aukcyjnych oraz 195 list wynikowych. Jest to jedyna znana autorowi tak bogata baza dokumentów, zwłaszcza że część z nich posiada walor unikatów. Zsumowanie wyników pojedynczych notowań aukcyjnych zawartych na listach wynikowych umożliwiło wyliczenie łącznego wolumenu z podziałem na kategorie numizmatyczne. Było to niezbędne do precyzyjnego doboru monet mających wchodzić w skład Polskiego Indeksu Numizmatycznego. Kategorie numizmatyczne stworzono na bazie 136 aukcji zorganizowanych przez trzy największe domy aukcyjne poprzez syntezę stosowanych przez nie podziałów. Autorska propozycja jest zbliżona do terminologii stosowanej w praktyce przez inwestorów i największy portal aukcyjny Onebid.pl. Polski Indeks Numizmatyczny zbudowano na bazie stu wyselekcjonowanych typów monet spełniających kryteria stanu zachowania, rzadkości oraz dostępności notowań, zgodnie z właściwą proporcją. Wartość punktowa indeksu odzwierciedla 2.400 cen transakcyjnych z lat 1995–2018.

W ramach analizy jakościowej rynku przeprowadzono wywiady z właścicielami domów aukcyjnych o zróżnicowanym doświadczeniu i skali działalności. Wnioski połączono z badaniem struktury obrotów, liczby aukcji oraz ewolucji domów aukcyjnych. Uczestnicy wywiadów przedstawili osobiste wnioski dotyczące perspektyw rynku oraz zmian zachodzących w profilu potencjalnych klientów.

Dane z obrotów aukcyjnych podliczono na trzy sposoby – z podziałem na: kategorie aukcyjne, domy aukcyjne oraz poszczególne aukcje. Uzyskano jednolity wynik 257.471.610 złotych. Baza aukcji ze szczegółowymi wyliczeniami stanowi załącznik 2 i 3 do niniejszej pracy (wersje elektroniczne) oraz zostanie publicznie udostępniona.

Zmiany notowań wybranych monet przedstawione w postaci indeksowej pozwoliły na obliczenie stóp zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym. Szeroki zakres czasowy badań

i przekrojowość dobranej próby stanowią niewątpliwe zalety Polskiego Indeksu Numizmatycznego.

Zagregowane wyniki PIN porównano ze stopami zwrotu osiąganymi z inwestycji klasycznych. Analizie poddano indeks giełdowy WIG oraz 10-letnie obligacje skarbowe. Stopy zwrotu z tych inwestycji zostały przeliczone na wartość punktową adekwatną do nowopowstałego indeksu numizmatycznego.

Szczegółowe wnioski z badań nad wieloletnimi zmianami wolumenu, stopami zwrotu z badanej inwestycji emocjonalnej oraz analiz porównawczych zostaną przedstawione w rozdziale czwartym pracy.

Rozdział 4
Ocena rozwoju i atrakcyjności rynku numizmatycznego w Polsce

4.1. Wnioski z badań własnych

Zgodnie z przyjętymi założeniami budowy bazy danych pierwotnych, analizie zostały poddane transakcje zawierane na rynku aukcyjnym w ramach obrotu monetami polskimi i z Polską związanymi. Pierwszy rezultat prac badawczych stanowi **kompletne zestawienie aukcji numizmatycznych organizowanych przez wyspecjalizowane domy aukcyjne w latach 1995–2018**. Badanie wolumenu i stóp zwrotu oparto na dwóch odrębnych zestawieniach transakcji. Pierwszą grupę stanowią dane zagregowane na podstawie zliczenia pojedynczych notowań wykazanych na 195 listach wynikowych aukcji wszystkich badanych domów aukcyjnych – około 200.000 notowań. Druga grupa to notowania zawarte w trzech elektronicznych bazach największych domów aukcyjnych. Spośród nich wybrano dane o transakcjach sprzedaży monet dobranych do próby badawczej (750.000 notowań, ale jedynie 150.000 dotyczy aukcji monet polskich i z Polską związanych). Określono kryteria doboru badanych numizmatów: stan zachowania, stopień rzadkości, minimalną liczba notowań, określone proporcje zgodne z obrotem generowanym w ramach określonych kategorii numizmatycznych. Na stworzony **autorski podział kategorii** składają się: monarchia średniowieczna, monarchia nowożytna, czasy zaborów, II Rzeczypospolita, Polska Rzeczypospolita Ludowa, III Rzeczypospolita oraz monety państw z Polską związanych.

Ocena sytuacji rynkowej dokonana została z użyciem **kluczowego dla badań narzędzia**, jakim jest opracowany przez autora Polski Indeks Numizmatyczny. Zbudowany został on na bazie próby stu monet reprezentatywnych dla tysiącletniego mennictwa polskiego. Zmiana wartości poszczególnych numizmatów w kolejnych latach ma swoje odzwierciedlenie w wartościach punktowych wchodzących w skład PIN. Wartość bazowa indeksu wynosi 10.000 punktów.

W latach 1995–2001 aukcje organizowane były jedynie przez cztery domy aukcyjne: Warszawskie Centrum Numizmatyczne, Gdański Gabinet Numizmatyczny, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne oraz Poznański Dom Aukcyjny (przy współpracy Podlaskiego Gabinetu Numizmatycznego). Przykładowo, **w 1995 roku łącznie osiągnięto obrót 886.630 złotych**, stanowi on sumę transakcji z 9 aukcji WCN (285.995 złotych), 10 aukcji WCN

(496.650 złotych), 11 aukcji GGN (59.335 złotych) oraz 11 aukcji WCN (44.650 złotych). Rekordowy wolumen został osiągnięty w 2000 roku i wyniósł 3.313.723 złotych. W 2001 roku nastąpiła jego korekta do poziomu 2.537.141 złotych. Wartość sprzedaży na poszczególnych aukcjach była zróżnicowana, wynosiła **od około 30.000 złotych do ponad 800.000 złotych**. Zdecydowanym **liderem rynku zostało Warszawskie Centrum Numizmatyczne**, organizując nie tylko rekordowe aukcje, ale także wprowadzając na rynek najrzadsze okazy monet.

Od 2002 do 2009 roku trwał stopniowy wzrost wolumenu aukcyjnego do kwoty około 8 mln złotych. Największa zmiana w tym zakresie nastąpiła na przełomie 2003 i 2004 roku, gdy **obroty zwiększyły się o ponad 100%**. WCN utrzymało dominującą pozycję, ale rekord aukcyjny w tym okresie należał do PDA, którego **jubileuszowa 10 aukcja wygenerowała obrót na poziomie 2.732.890 złotych**. Swoją aktywność rozpoczęły nowe domy aukcyjne specjalizujące się w sprzedaży numizmatów: MM Wrocławskie Centrum Numizmatyczne, Gliwickie Centrum Numizmatyczne (działający z Opolskim Gabinetem Numizmatycznym), Dom Aukcyjny Kazimierza Wonsika, Hobbista, Warszawski Dom Aukcyjny (przy wsparciu Gdyńskiego Domu Aukcyjnego). Jedynie ostatni z wymienionych podmiotów kontynuuje obecnie działalność aukcyjną. Liczba działających podmiotów wpłynęła na ilość organizowanych wydarzeń aukcyjnych, osiągając wynik 14 w 2004 roku. W 2008 roku aż **3 aukcje przekroczyły próg 2 mln obrotu**: 38 aukcja WCN, 39 aukcja WCN oraz 11 aukcja PDA.

W 2011 roku Paweł Niemczyk zorganizował przełomową aukcję dla polskiego rynku numizmatycznego. O jej wyjątkowości może już świadczyć fakt, że zaledwie **185 przedmiotów zostało sprzedanych za kwotę ponad 7 mln złotych**. Kilkanaście numizmatów osiągnęło cenę ponad 100.000 złotych. Wyjątkowe okazy sprzedano za kwoty powyżej pół miliona złotych. Aukcja zachwyciła kolekcjonerów swoją niezwykłą oprawą, pięknym katalogiem z bogatymi opisami oraz niespotykanym dotychczas asortymentem. Jej główny trzon stanowiła bogata kolekcja talarów nosząca nadaną przez organizatora nazwę *Talarus Polonicus*. Osiągnięty wolumen wyłącznie na tym jednym wydarzeniu aukcyjnym był równy dotychczasowym rocznym obrotom wszystkich domów aukcyjnych. Pojawienie się tak wyjątkowych numizmatów na krajowej aukcji i wylicytowane ceny zmieniły obraz krajowych domów aukcyjnych w oczach potencjalnych inwestorów. Najdroższe polskie monety, dotychczas wystawiane na aukcjach zagranicznych zaczęły stopniowo napływać do Polski i zdecydowanie

zwiększyły wolumen aukcyjny w kolejnych latach. **W 2010 roku na aukcjach sprzedano monety na kwotę 15.740.490 złotych, w 2011 roku na kwotę 19.259.965 złotych, a w 2012 roku osiągnięto kolejny wzrost do poziomu 24.273.885 złotych**. W zaledwie 4 lata nastąpił ponad trzystuprocentowy skok obrotów w tym kanale dystrybucji numizmatów. Od 2013 do 2016 roku nastąpiła względna stabilizacja poziomu sprzedaży. Wahała się ona od 16 do 21 mln złotych. Pozycje dominującego domu aukcyjnego od WCN przejął Antykwariat Numizmatyczny Pawła, a następnie Michała Niemczyka. Zorganizowali oni w tym czasie szereg aukcji o rekordowych obrotach, oferując numizmaty wyjątkowe nawet na skalę światową. Kilkukrotnie została przekroczona bariera 10 mln obrotów osiągniętych na pojedynczej aukcji, **na drugiej aukcji ANPN zlicytowano monety o wartości 10.412.650 złotych, na trzeciej – o wartości 11.122.510 złotych, na czwartej – o wartości 10.128.750**. Pozostałe domy aukcyjne nie potrafiły zbliżyć się do tego poziomu sprzedaży. Organizowały liczniejsze, ale zdecydowanie mniejsze aukcje, jednak nawet roczna suma wygenerowanej na nich sprzedaży nie równała się osiągnięciom nowego lidera rynku. Lista aktywnych podmiotów spadła w porównaniu do lat poprzednich. Po zakończeniu działalności przez Dom Aukcyjny Kazimierza Woniska organizacje aukcji kontynuowały jedynie PTN, WCN i PDA. Konkurencja pomiędzy domami aukcyjnymi zdecydowanie się zmniejszyła. **Rynek został praktycznie podzielony pomiędzy dwóch monopolistów ANPN oraz WCN** generujących w tym czasie ponad 90% łącznych obrotów. Równolegle do tego najważniejszego kanału dystrybucji rozwijała się w tym okresie sprzedaż monet za pomocą portalu Allegro. Firmy na nim obecne profesjonalizowały się, zdobywały zaufanie wśród licznych klientów i oferowały coraz bardziej wartościowe przedmioty do sprzedaży. Stopniowo stawały się wirtualnymi domami aukcyjnymi i stanowiły realną konkurencję dla podmiotów organizujących aukcje stacjonarne. Radykalne zmiany opłat przez Allegro, przy jednoczesnej znikomej popularności innych tego typu platform na krajowym rynku numizmatycznym, doprowadziły do pewnej rewolucji w handlu monetami. Firmy dotychczas działające głównie w świecie wirtualnym w niezwykle szybkim tempie przekształciły się w domy aukcyjne, samodzielnie organizując liczne wydarzenia aukcyjne za pomocą platformy Onebid.pl lub nawet w trybie stacjonarnym.

Lata 2017–2018, kończące zakres czasowy rozprawy, to gwałtowny skok w zakresie osiąganych obrotów na rynku aukcyjnym, liczby zorganizowanych wydarzeń oraz zaangażowanych podmiotów. W 2017 roku nastąpiło wyrównanie dotychczasowego

rekordowego wolumenu. Łącznie sprzedano monety za kwotę 24.113.476 złotych. Był to jedynie dobry prognostyk wydarzeń z roku kolejnego, w którym osiągnięto **kolejny rekord obrotów, które sięgnęły kwoty 42.557.920**, rosnąc blisko 100% rok do roku, pomimo już i tak wysokich poprzednich wyników. Podstawą tych zmian było pojawienie się licznej grupy nowych domów aukcyjnych dotychczas obecnych na Allegro. Organizowanie aukcji rozpoczęły Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka, Antykwariat Dawida Janasa, Rzeszowski Dom Aukcyjny, Numimarket, Salon Numizmatyczny Mateusza Wójcika, Stary Sklep Sylwestra Kopycińskiego, Numis Poland oraz Antykwariat Numizmatyczny Karola Karbownika. **Liczba aukcji numizmatycznych również wzrosła o 100% – do 24**. Biorąc pod uwagę liczbę aukcji zwykle organizowanych w latach poprzednich – od 5 do 7 aukcji – to zmiana ta była diametralna. Nadal najwyższe obroty akcyjne osiągał ANMN, ale znacząco wzrosła rola konkurencji. Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka w 2017 roku osiągnął na trzech aukcjach łączne obroty na poziomie około 3,5 mln złotych. W kolejnym roku było to już ponad 8,5 mln złotych. Do aktywności powróciły stare i uznane domy aukcyjne: Poznański Dom Aukcyjny oraz Warszawski Dom Aukcyjny. Standardem stało się sprzedawanie numizmatów za kwotę 1–2 mln złotych na pojedynczej aukcji, także przez zupełnie nowe podmioty, takie jak RDA czy Stary Sklep. Równolegle do tych przemian rosło inwestycyjne zainteresowanie numizmatyką i jej popularność medialna, zwłaszcza pod kątem prezentacji rekordów aukcyjnych oraz wskazywania stóp zwrotu z pojedynczych transakcji.

Stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym zostały zweryfikowane za pomocą autorskiego narzędzia, jakim jest opracowany w ramach prac badawczych Polski Indeks Numizmatyczny. Zbudowany on został na bazie stu monet, będących reprezentatywnymi dla wybranych kategorii numizmatycznych. Badanie wolumenu zostało przeprowadzone z podziałem na odpowiednie podgrupy monet, tak aby określić właściwe ich proporcje w całkowitym obrocie. W wyniku tych prac wybrano numizmaty w następującej proporcji: cztery monety monarchii średniowiecznej, sześćdziesiąt sześć monet monarchii nowożytnej, jedenaście monet czasów zaborów, trzynaście monet II Rzeczypospolitej, sześć monet państw z Polską związanych. Analiza danych transakcyjnych z baz elektronicznych pozwoliła na **określenie zmian cen badanych monet w latach 1995–2018**. Każdemu notowaniu przyporządkowano określoną wartość punktową, wchodzącą następnie w skład wartości indeksu PIN. W pierwszych trzech latach badanego okresu wartość indeksu wzrosła z bazowych

10.000 do 20.133 punktów, uzyskano więc ponad 100% stopę zwrotu. W latach 1999–2001 nastąpiło pewne spowolnienie hossy na rynku. Indeks osiągnął pułap **27.188 punktów**. 2002 rok przyniósł pierwszy lekki spadek cen monet. Wartość PIN zmniejszyła się do **26.100 punktów**. Kolejna faza wzrostu miała miejsce w latach 2003–2008. Indeks osiągnął wówczas **76.587 punktów**. Ceny monet tylko w tym okresie wzrosły o blisko 200%. Od wartości bazowej zmian ta wyniosła ponad 7600%. W latach 2009–2011 nastąpiły ponowne korekty cen, jednak pozytywna sytuacja rynkowa z 2010 roku pozwoliła osiągnąć minimalny wzrost PIN. W 2012 roku wartość indeksu skoczyła do **92.949 punktów**. Względna stabilizacja cen w następnych latach zakończyła się korektą w 2015 roku do **92.378 punktów**. Ostatni badany zakres czasowy, lata 2016–2018, przyniósł hossę na rynku. PIN osiągnął wartość **140.724 punktów**. Jak wynika z badań, **2018 rok jest przełomowy dla aukcyjnego rynku numizmatycznego**. Zdecydowanie wzrosła liczba aktywnych domów aukcyjnych, zorganizowano największą w historii liczbę aukcji, wolumen sprzedaży wzrósł rok do roku o 100%, dodatkowo uzyskano wysokie stopy zwrotu – zmiana wartości indeksu ze 116.022 do 140.724 punktów.

Dla potencjalnych inwestorów zmiany wartości Polskiego Indeksu Numizmatycznego mogą mieć szczególną wartość w ramach szerszego zaprezentowania otoczenia biznesowego, zwłaszcza **porównania ich ze stopami zwrotu z inwestycji klasycznych**. W ramach prac badawczych przeprowadzono **analizę stóp zwrotu z inwestycji opartych na giełdowym indeksie WIG oraz na 10-letnich obligacjach skarbowych**. Osiągnięte wyniki przetworzono w formę punktową adekwatną do Polskiego Indeksu Numizmatycznego. Porównane zostały odrębnie ze względu na różnicę w zakresie czasowym badań. Zwrot z inwestycji na rynku akcyjnym obliczono za lata 1996–2018; z inwestycji w obligacje za lata 1999–2018.

W latach 1996–2003 indeks WIG trzykrotnie osiągał wysokie stopy zwrotu: 89,1% w 1996 roku, 41,3% w 1999 roku oraz 44,92% w 2003 roku. W tym samym okresie następowały lata znacznych spadków: 12,8% w 1998 roku oraz 21,99% w 2001 roku. W tym czasie PIN odnotowywał niższe, ale stałe wzrosty (poza rokiem 2002) pomiędzy 6,94% a 38,31%. Inwestycje w obligacje umożliwiły zysk pomiędzy 5,9% a 11,96% rocznie. W przeliczeniu na wartości punktowe Polski Indeks Numizmatyczny osiągnął wartość **32.952 punktów w stosunku do 27.444 punktów osiągniętych przez rynek akcyjny oraz 16.266 punktów wobec 15.424 punktów osiągniętych przez rynek obligacyjny**. Różnice stóp zwrotu w tym przedziale czasowym nie były znaczne.

Od 2004 roku rynek giełdowy odnotowywał stałe wysokie wzrosty, przerwane dopiero potężną ponad 50-procentową korektą w 2008 roku. Następujące po niej dwa lata odbicia ponownie przerwała korekta w 2011 roku wynosząca około 20%. W tym okresie panowała na tym rynku znaczna zmienność wynikająca z przeplatających się lat bessy i hossy. Polski Indeks zanotował wysokie wzrosty w latach 2004–2007 oraz 2012 roku. Korekty z lat 2009 oraz 2011 wyniosły zaledwie po 2%. Stopy zwrotu z inwestycji w obligacje były niezwykle stabilne i wyniosły średniorocznie 5% (lata 2004–2012). Porównanie wyników za pomocą narzędzi badawczych wykazało znaczną przewagę inwestycji w numizmatykę nad klasycznymi. Odpowiednio **PIN osiągnął 93.871 punktów w porównaniu do 67.614 punktów osiągniętych przez akcje oraz 46.624 punktów w stosunku do 26.685 osiągniętych przez obligacje**. Decydująca w tym okresie była zmienność na rynku akcyjnym, zwłaszcza wystąpienie kryzysu w 2008 roku oraz stopniowe zmniejszanie zysków z obligacji. Stopa zwrotu z inwestycji w numizmatykę liczona od roku bazowego była o kilkadziesiąt procent wyższa od stopy zwrotu z badanych inwestycji klasycznych.

W ostatnich latach wchodzących w czasowy zakres badawczy rozprawy inwestycje na rynku akcyjnym cieszyły się umiarkowanym powodzeniem, poza rokiem 2017, gdy osiągnięto 23,17% stopy zwrotu, odnotowywano spadki lub niewielkie wzrosty w granicach 10% powodujące stabilizacje poziomu indeksu. Numizmatyka po lekkim kryzysie z lat 2013–2015 wygenerowała znaczne zyski w latach 2016–2018, wynoszące odpowiednio 20,62% w 2016 roku oraz 21,29% w 2018 roku. Stopy zwrotu z inwestycji na rynku obligacji spadły w porównaniu do poprzednio prezentowanego okresu, wyniosły od 2,71% do 4,09%. W przeliczeniu na indeksowe wartości punktowe **Polski Indeks Numizmatyczny osiągnął pułap 140.724 punktów w stosunku do 76.067 punktów indeksu akcyjnego oraz 69.896 punktów w stosunku do 31.014 punktów osiągniętych przez obligacje**. Obydwie porównywane inwestycje klasyczne w długim okresie badawczym zanotowały znacznie niższe zyski niż te generowane z inwestycji w monety. Przewaga inwestycji w numizmatykę okazała się znaczna, stopy zwrotu około dwukrotnie wyższe niż z inwestycji w akcje lub obligacje. Warto jednak wskazać, iż tak duża rozpiętość zysków osiąganych z monet oraz giełdy znacząco uwypukliła się dopiero w 2018 roku, w którym wystąpił pewien „efekt nożyc" – jednocześnie spadła wartość akcji i wzrosła wartość monet. Różnice w stopach zwrotu w poprzednich latach nie były tak znaczące, poza wyjątkowym rokiem 2008, który przyniósł światowy kryzys

finansowy. Zachowanie indeksu giełdowego w kolejnych latach może przynieść ponowny efekt pewnego zbliżenia się w osiąganych stopach zwrotu w stosunku do badanej inwestycji emocjonalnej.

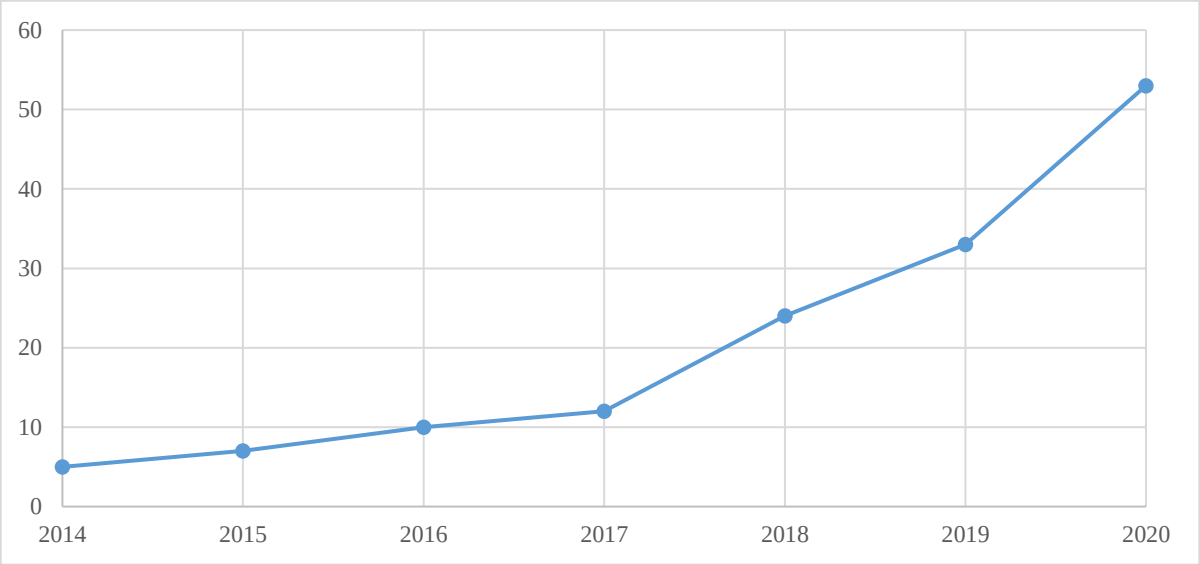
4.2. Perspektywy badanego rynku w Polsce

Przemiany na rynku numizmatycznym w Polsce w latach 1995–2018 następowały zarówno pod względem jakościowym, jak i ilościowym. Wyniki badań nad wolumenem obrotu, indeksem cen oraz wywiady z właścicielami domów aukcyjnych wskazują główne kierunki ewolucji. W badanym okresie można dostrzec ważne dla rynku kroki milowe. W 2004 roku znacznie zwiększyła się liczba profesjonalnych aukcji. Zorganizowano ich łącznie trzynaście, co miało znaczny wpływ na ponad 50-procentowy **wzrost obrotów z 2,77 mln złotych do ponad 6 mln złotych**. W kolejnych latach wolumen utrzymywał się na zbliżonym poziomie. Za przełomowy moment należy uznać również **powstanie Antykwariatu Numizmatycznego Pawła Niemczyka** (następnie prowadzonego przez Michała Niemczyka) i zorganizowanie przez ten dom aukcyjny pierwszej aukcji w 2010 roku. Monety zaproponowane do sprzedaży na tym wydarzeniu wyznaczyły nowy poziom w krajowej numizmatyce w aspekcie rzadkości, wyjątkowości i osiąganych cen. Wspomniana aukcja była dla numizmatyków wyraźnym sygnałem, że **możliwa jest sprzedaż najdroższych walorów za pośrednictwem polskich domów aukcyjnych**. Nastąpił stopniowy przepływ klientów oraz oferowanych monet z rynków zagranicznych na rynek krajowy. Tylko w 2010 roku **obrót zwiększył się z 7,4 mln do 15,7 mln złotych**.

Trzeci z milowych kroków dla badanego rynku miał miejsce w 2018 roku, czyli w ostatnim roku wchodzącym w zakres czasowy badań. Wiązał się on bezpośrednio z podniesieniem opłat za sprzedaż numizmatów przez najpopularniejszą platformę handlową Allegro.pl. Domy aukcyjne posiadające największe doświadczenie oraz bazy klientów podjęły decyzje o zmianie kanału sprzedaży i rozpoczęły organizowanie aukcji numizmatycznych za pomocą narzędzi dostępnych na nowo utworzonym portalu Onebid.pl. **Liczba wydarzeń aukcyjnych wzrosła rok do roku z 12 do 24**. Spowodowało to znaczy **wzrost obrotów z 24,1 mln do 42,5 mln złotych**. Po tak poważnych zmianach występujących na zakończenie badanego okresu z pewnością ważna jest odpowiedź na pytanie o dalszy kierunek ewolucji rynku.

Przemiany zapoczątkowane w 2018 roku znalazły swoją kontynuację w latach następnych. Sukces osiągnięty przez nowe domy aukcyjne przyczynił się do aktywizacji kolejnych podmiotów na rynku numizmatycznym. Nastąpił zdecydowany **wzrost liczby organizowanych aukcji – w 2019 roku do 33, w 2020 roku do aż 53 wydarzeń**. Powyższe dane prezentuje wykres 25.

Wykres 25. Liczba profesjonalnych aukcji numizmatycznych w latach 2014–2020



Źródło: opracowanie własne.

Odpowiedź na pytanie, czy ten trend się utrzyma nie jest jednak oczywista. Część z aukcji organizowały małe podmioty działające dotychczas jedynie w formie sklepów stacjonarnych lub prowadzące niewielką sprzedaż za pośrednictwem portali internetowych. Na fali szybkich wzrostów cen właściciele wystawili na sprzedaż swoje zapasy monet, często gromadzone przez lata. Kolejne aukcje w przypadku tylko kilku organizatorów okazały się atrakcyjniejsze od początkowych. U wielu widoczny był spadek jakości i wartości prezentowanych walorów. W latach 2019–2020 swoją aktywność na portalu Onebid.pl rozwinęły lub zapoczątkowały nowe podmioty: Salon Numizmatyczny Mateusz Wójcik, Numimarket, Antykwariat Numizmatyczny Stare Monety Waldemar Matyja, Antykwariat Dawid Janas, Numis Poland, Rzeszowski Dom Aukcyjny, Coinsnet, Bereska Numizmatyka, Stary Sklep Sylwester Kopyciński, Tempus, Antykwariat Numizmatyczny Karol Karbownik. Odpowiadają one za znaczne zwiększenie liczby organizowanych aukcji w tym okresie. Perspektywy ich dalszego rozwoju nie pozwalają jednak na prognozowanie powstania

konkurencji dla liderów rynku (wnioski na podstawie analizy wolumenu aukcji, sprzedawanego asortymentu oraz wywiadów z właścicielami domów aukcyjnych). Jedynie Salon Numizmatyczny Mateusza Wójcika (w dużej mierze dzięki wyjątkowej specjalizacji w pieniądzu papierowym) potrafił zdecydowanie zwiększyć wolumen obrotów i liczbę oferowanych walorów. Niektóre z pozostałych domów aukcyjnych z powodu braku atrakcyjnego asortymentu najprawdopodobniej zakończą działalność aukcyjną. Widoczne są wyraźne dysproporcje pomiędzy organizowanymi przez nie wydarzeniami a aktywnością głównych graczy na rynku. Pojawiają się także liczne zarzuty wobec niektórych domów aukcyjnych dotyczące stosowania nieuczciwych praktyk w zakresie oceny stanów zachowania monet lub nawet co do oryginalności proponowanych walorów.

Zadaniem autora, organizacja rynku aukcyjnego numizmatów w najbliższych latach opierać się będzie o **wyraźną dominację podmiotów o ugruntowanej pozycji**. Liderem rynku, mającym w swojej ofercie wyjątkowe rarytasy oraz generującym najwyższe obroty, pozostaje Antykwariat Numizmatyczny Michała Niemczyka. Jednak jego przewaga nad niezwykle szybko rozwijającym się Gabinetem Numizmatycznym Damiana Marciniaka stopniowo maleje. Drugi z dotychczasowych wiodących graczy – Warszawskie Centrum Numizmatyczne – wejdzie w skład grupy średnich podmiotów obok Poznańskiego Domu Aukcyjnego, Warszawskiego Domu Aukcyjnego oraz Salonu Numizmatycznego Mateusza Wójcika. Ambicje i szanse na dołączenie do tej grupy mają jeszcze Stary Sklep Sylwestra Kopycińskiego oraz Rzeszowski Dom Aukcyjny. Pozostałe podmioty mogą mieć **charakter efemeryczny lub kontynuować działalność na dotychczasowym poziomie**. Mało prawdopodobne jest pojawienie się nowych dużych domów aukcyjnych. Pojedyncze aukcje mogą organizować nowi inwestorzy z młodego pokolenia numizmatyków lub byli pracownicy dotychczasowych liderów rynku.

Ważnym aspektem sprzedaży monet w ostatnich latach **jest korzystanie z ich gradingu przez renomowane firmy amerykańskie NGC oraz PCGS.** Pomimo zarzutów wobec ich praktyk, wysuwanych przez doświadczonych numizmatyków, stosowanie tego rodzaju ocen przez zewnętrzne podmioty będzie stawało się coraz bardziej powszechne. Obecnie już praktycznie nie spotyka się dwudziestowiecznych monet sprzedawanych bez wcześniejszego poddania ich takiej weryfikacji. Stopniowo moda na grading obejmuje kolejne podokresy numizmatyczne – od monet czasów zaborów po monety monarchii średniowiecznej. Próby

utworzenia popularnej polskiej firmy gradingowej zakończyły się do tej pory niepowodzeniem, zwłaszcza ze względu na szybką deprecjację ich ocen w oczach kolekcjonerów (zaprezentowane zostały w rozdziale drugim). **Dla nowych inwestorów, mających kapitał, ale nieposiadających szczególnej wiedzy numizmatycznej, rola gradingu będzie szczególnie istotna**.

Rosnąca popularność numizmatyki jako formy inwestycji emocjonalnej, liczne artykuły w prasie popularnej oraz biznesowej, dotyczące zwłaszcza rekordów aukcyjnych i wzrostów cen, wzmacniają napływ nowych inwestorów. **Zdecydowanie zwiększa się udział w rynku osób zainteresowanych numizmatyką czysto inwestycyjnie, traktujących ją jako kolejną dywersyfikację swojego portfela.** Dotychczas szefowie domów aukcyjnych nie stwierdzili aktywności specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, ale wzorując się na doświadczeniach amerykańskich, można przewidywać, iż wraz z dalszym rozwojem rynku takowa nastąpi. Dla tego rodzaju podmiotów niezwykle ważne, poza gradingiem, będzie funkcjonowanie na rynku konkretnych wskaźników opartych o badanie wolumenu oraz zmian cen w czasie.

Z punktu widzenia inwestorów najważniejsza jest kwestia perspektywy zwrotu z inwestycji w nadchodzących latach. Ze względów praktycznych – konieczność ustalenia punktu odcięcia dla danych przed rozpoczęciem prac badawczych o takiej skali – PIN nie obejmuje lat 2019–2020. Wstępna analiza aukcji z tego okresu wykazała dalsze wzrosty cen, zbliżone do tych z przełomowego 2018 roku, a więc sięgające kilkudziesięciu procent. Przyczyniły się do nich zarówno kwestia przyspieszającej inflacji, jak i pandemiczna niepewność na rynkach inwestycyjnych. Tak **gwałtowne wzrosty mogą nosić znamiona bańki spekulacyjnej**, która może doprowadzić do załamania lub co najmniej wyhamowania wzrostów w kolejnych latach. Decydujące będą przeciwstawne czynniki odpowiadające za popyt i podaż. Inwestorzy dotychczas aktywni na rynku w swoich planach zakupowych odnoszą się do cen im znanych z archiwalnych aukcji i wstrzymują się z nowymi inwestycjami. Za windowanie cen w znacznej mierze odpowiadają nowi uczestnicy rynku. Od ich stałego dopływu lub zwiększania zaangażowania kapitałowego zależy dalszy kierunek zmian indeksu. Seria aukcji z niższymi wynikami sprzedaży monet może doprowadzić do większego sceptycyzmu u młodych inwestorów. Z drugiej strony, w przypadku tak specyficznego waloru, jakim są numizmaty, **decydująca o ich cenie jest strona podażowa**. Wyprzedanie rynku i brak atrakcyjnych walorów na aukcjach mogą wpływać na utrzymywanie się cen, pomimo odpływu

części inwestorów. Powód jest dość oczywisty, liczba historycznych monet jest ograniczona. Ich dopływ z odkryć skarbów lub wykopalisk jest znikomy i zwykle dotyczy egzemplarzy o słabym stanie zachowania i dużym nakładzie pierwotnym. Zdecydowana większość obrotu opiera się na numizmatach pochodzących z dotychczasowych, często wiekowych kolekcji. Straty wojenne polskiej numizmatyki, przedstawione w rozdziale drugim, wpływają na obecną dostępność monet na rynku. Nadto aktywa te nie mają bliskich substytutów.

Przełomowe momenty dotychczasowej ewolucji badanego rynku wyzwoliły dodatkowe zasoby, lokowane dotychczas za pomocą innych kanałów dystrybucji. Od pierwszej aukcji Antykwariatu Numizmatycznego Pawła Niemczyka nastąpił **stały dopływ rzadkich monet z zagranicznych domów aukcyjnych do krajowych**. Powstanie portalu aukcyjnego Onebid.pl oraz podniesienie opłat przez portal Allegro.pl dało impuls do **powstania nowych domów aukcyjnych i organizowanie przez nie profesjonalnych aukcji**. Zbliżoną ewolucje przeszły sklepy stacjonarne. Ich malejąca popularność również skłoniła ich właścicieli do aktywności na aukcyjnym rynku numizmatycznym. Obecnie zdecydowana większość obrotu rzadkimi monetami odbywa się za pomocą jednego aukcyjnego sposobu dystrybucji. Pespektywy dalszego rozwoju rynku w tym zakresie są jednak ograniczone. Znaczne wzrosty cen na rynku spowodowały wyprzedaż starych bogatych kolekcji. W latach 2020–2021 pojawiły się na aukcjach niezwykłe unikaty, często niewidziane od kilkudziesięciu lat, a nawet od końca dziewiętnastego wieku. Sprzedaż tego rodzaju numizmatów należy uznać za czynnik wyjątkowy, który ze względu na ich rzadkość nie może mieć stałego wpływu na rynek. Wysokie opłaty aukcyjne, sięgające kilkudziesięciu procent łącznie od kupującego i sprzedającego, wymuszają ponowną sprzedaż po znacznie wyższych cenach, jeżeli planuje się osiągnąć zysk lub chociaż odzyskać zainwestowany kapitał, dlatego następuje ona zwykle po kilku lub kilkunastu latach. Numizmaty zakupione na bieżącej fali wysokich cen oraz znacznych obrotów prawdopodobnie pozostaną przez dłuższy czas w nowo utworzonych kolekcjach. Powyższe czynniki będą ograniczać podaż i tym samym mogą prowadzić do stabilizacji lub dalszych stopniowych wzrostów cen, pomimo że w obecnej sytuacji naturalna byłaby ich korekta.

Obraz aukcyjnego rynku numizmatycznego w Polsce w 2021 roku ma swoje korzenie w przemianach zapoczątkowanych w 2018 roku. Jego zmiany w kolejnych latach mają charakter kontynuacji trendu. Pojawiające się nowe podmioty na rynku nie wpływają na jego funkcjonowanie. Należy się raczej spodziewać podwyższenia progu wejścia dla kolejnych

domów aukcyjnych. Budowa bazy klientów, zwłaszcza oddających monety w komis, będzie niezwykle trudna w obliczu stałej presji ze strony już licznej konkurencji. Ważna **zmiana nastąpiła w kwestii opłat aukcyjnych** – po umocnieniu swojej pozycji najwięksi gracze podnieśli je do poziomów zbliżonych do najbardziej prestiżowych światowych domów aukcyjnych. Obecnie wynoszą one około 15–18% od każdej ze stron transakcji (dotychczasowe mieściły się w granicach 5–10%). W praktyce konkurencja o dostępność asortymentu doprowadziła do stosowania licznych promocji dla osób sprzedających numizmaty. Droższe egzemplarze, większe kolekcje są oferowane przez domy aukcyjne z obowiązkiem zapłaty prowizji jedynie przez stronę kupującą. Stali klienci mogą liczyć na pewne rabaty także w tym zakresie. Znaczny nacisk nałożono także na szybką windykację należności za zakupione przedmioty. W przypadku opóźnień klienci trafiają na tzw. czarną listę, bez możliwości licytowania lub z obowiązkiem wniesienia kaucji. Jest to zmiana negatywnie odczuwana zwłaszcza przez starszych stażem kolekcjonerów, dla których uczestnictwo w rynku opierało się na zasadach wzajemnego zaufania, relacji osobistych i umów dżentelmeńskich. Należy to jednak traktować jako kolejny element urynkowienia handlu numizmatami.

Postęp techniczny spowodował zwiększenie roli aukcji elektronicznych prowadzonych za pomocą profesjonalnych portali. Najważniejsze domy aukcyjne organizują je jednak dwutorowo. Prestiżowy asortyment prezentowany jest równolegle na aukcjach stacjonarnych. Często przeradzają się one w wielodniowe spotkania kolekcjonerów, przeplatane naukowymi wykładami, omawianiem najnowszej literatury oraz najciekawszych odkryć. Kładziony jest coraz większy **nacisk na edukację nowych uczestników rynku i tworzenie społeczności wokół domów aukcyjnych**. Kierunek ten wybierają jednak tylko największe podmioty, mając na uwadze znaczne nakłady sił i środków poświęcanych na organizację takich wydarzeń. Główne aukcje stacjonarne organizują Antykwariat Numizmatyczny Michała Niemczyka, Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka, Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Poznański Dom Aukcyjny (wspólnie z Podlaskim Gabinetem Numizmatycznym). Mniejsze i nowe domy aukcyjne poprzestają jedynie na aukcjach elektronicznych. Ostatnie lata oprócz edukacji przyniosły szeroką **współpracę organizatorów rynku z mediami**. Artykuły i wywiady z szefami domów aukcyjnych pojawiają się stale na łamach „Newsweek", „Rzeczypospolitej", „Gazety Wyborczej" oraz na popularnych portalach takich jak wp.pl, money.pl, bussinesinsider.com.pl. Powstały również media elektroniczne specjalizujące się

w tematyce numizmatyki, czy też szerzej inwestycji alternatywnych (emocjonalnych). Do najważniejszych możemy zaliczyć **alternatywne.pl**[419] oraz **portalnumizmatyczny.pl**[420]. Prezentują one najciekawsze zapowiedzi aukcyjne, osiągane ceny oraz rankingi monet.

Nowa fala szybkich wzrostów cen zapoczątkowana w 2018 roku, a mająca swoją kontynuację w latach następnych, stwarza znaczne prawdopodobieństwo korekty lub kilkuletniej stabilizacji cen. Wpływać na to będą również skala dopływu nowych uczestników rynku, a co za tym idzie kapitału oraz wielkość podaży. Utrzymana zostanie dominacja kilku domów aukcyjnych. Wśród mniejszych możliwa jest selekcja i zakończenie działalności przez najsłabiej zorganizowane. Roczna liczba aukcji osiągnęła swoje maksimum. Dalsze zwiększenie ich liczby mogłoby przekroczyć istniejące zapotrzebowanie, kupujący nie mieliby możliwości wzięcia udziału we wszystkich interesujących wydarzeniach. Ze względów podażowych bardziej prawdopodobne jest zmniejszenie ich liczby. Stale rosnące zainteresowanie mediów powinno pozytywnie wpływać na dalszy rozwój rynku i zainteresowania numizmatyką jako inwestycją emocjonalną.

Badanie wolumenu sprzedaży, wzrost liczby domów aukcyjnych oraz częstotliwości organizowanych przez nie aukcji wskazały na rosnącą dominację tego kanału dystrybucji monet. W latach 1995–2018 obroty wzrosły blisko pięćdziesięciokrotnie, osiągając 42,5 mln złotych. Analiza zmian Polskiego Indeksu Numizmatycznego wykazała zdecydowane zwiększenie wartości numizmatów w perspektywie długoterminowej. Jego poziom wzrósł z bazowych 10.000 punktów do 140.724 punktów w badanym okresie.

Wysokie roczne stopy zwrotu, z rzadka przerywane niewielkimi korektami, spowodowały zdecydowaną przewagę zyskowności badanej inwestycji emocjonalnej nad porównanymi inwestycjami klasycznymi. Proporcjonalnie przeliczony wzrost WIG osiągnął 76.067 punktów przy jednoczesnym wzroście PIN do 140.724 punktów. W drugim badaniu porównawczym, przeprowadzonym na bazie 10-letnich obligacji skarbowych, inwestycja klasyczna osiągnęła 31.104 punkty przy 69.896 punktów inwestycji emocjonalnej.

Profesjonalizacja, zdecydowany wzrost liczby aukcji oraz ich wolumenu, dopływ nowych inwestorów i osiągane zyski świadczą o pozytywnych perspektywach rozwoju rynku.

---

[419] https://alternatywne.pl/ [dostęp 15.10.2021].
[420] https://www.portalnumizmatyczny.pl/ [dostęp 15.10.2021].

Szybkość wzrostów cen w latach 2018–2020 powinna być jednak sygnałem ostrzegawczym wskazującym na rosnące prawdopodobieństwo zakończenia hossy.

Najważniejsze z opracowanych narzędzi badawczych – Polski Indeks Numizmatyczny – może służyć potencjalnym inwestorom do śledzenia bieżącej sytuacji rynkowej. Jego dalszy rozwój w kierunku badania subindeksów opartych na poszczególnych kategoriach numizmatycznych umożliwi określenie, czy istnieją różnice pomiędzy nimi w zakresie stóp zwrotu i czy podlegają one zmianom w długoterminowej perspektywie. Dla osób rozpoczynających inwestowanie w numizmatykę wskazania indeksów mogą wnieść wstępną wiedzę o uśrednionych stopach zwrotu za lata ubiegłe. Posiadacze kolekcji na podstawie informacji o terminach ich zakupu mogą dzięki PIN w przybliżeniu określić ich obecną wartość rynkową. Dla inwestorów instytucjonalnych istnienie tego typu narzędzi, służących mierzalności rynku, jest argumentem na rzecz wprowadzenia inwestycji emocjonalnych do swojej oferty. Na rynkach zachodnich, zwłaszcza w USA, proces ten trwa od wielu lat. Korzystanie z indeksów numizmatycznych służy funduszom inwestycyjnym do promocji swojej oferty wśród potencjalnych klientów. Wyniki osiągane z inwestycji emocjonalnych budzą duże zainteresowanie mediów. Graficzna forma indeksów i wysokie wieloletnie stopy zwrotu działają na wyobraźnię odbiorców kanałów informacyjnych. Narzędzia służące syntetycznej ocenie rynku mogą stanowić zarazem wsparcie dla profesjonalizacji rynku, jak i jego promocję wśród potencjalnych inwestorów.

Zakończenie

Zgodnie z założeniami określonymi na wstępie prac badawczych, celem głównym rozprawy była ocena rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018 wraz z przygotowaniem narzędzi umożliwiających taką ocenę. Do jego osiągnięcia opracowana została procedura badawcza oparta na planowej realizacji celów szczegółowych pracy i poszukiwaniu na ich podstawie odpowiedzi na postawione pytania badawcze.

Wdrożona w trakcie pracy procedura badawcza obejmowała w swym najszerszym zakresie dwa główne kierunki działań, bezpośrednio związane z realizacją założonych celów oraz odpowiedzią na postawione pytania badawcze. W pierwszym etapie analizie poddano dotychczasowe definicje inwestycji alternatywnych oraz ich umiejscowienie w ogólnej klasyfikacji rynków finansowych. Materiał teoretyczny został skonfrontowany z aktualną sytuacją rynkową, zwłaszcza z oceną i zachowaniem inwestorów. W pracy zamiennie używane jest pojęcie inwestycji alternatywnych oraz inwestycji emocjonalnych. Przedstawienie genezy oraz historii rozwoju tego rodzaju przedsięwzięć inwestycyjnych wymagało zastosowanie tradycyjnie spopularyzowanej nazwy, gdyż do niej odwołuje się większość analizowanych źródeł. W docelowo utworzonej definicji kluczowe są jednak inwestycje emocjonalne, uprzednio traktowane po macoszemu lub będące jedynie fragmentem szeroko rozumianych inwestycji alternatywnych. Zadecydowała w tym przypadku rynkowa dezaktualizacja dotychczasowego rozumienia przedmiotu badań. Dla inwestorów inwestycje funkcjonujące jako alternatywne stały się podstawowymi polami aktywności biznesowej (przykładowo rynek *forex*), nie ustępując rynkowi akcji lub obligacji. W zaangażowaniu biznesowym ich miejsce zajęły inwestycje emocjonalne. Powyższa ewolucja stoi u podłoża odpowiedzi na pierwsze pytanie badawcze.

PB1: Jak zdefiniować rynek inwestycji emocjonalnych i jak go umiejscowić w strukturze rynku finansowego?

Inwestycje emocjonalne zostały zdefiniowane jako **inwestycje rzeczowe, których przedmiot posiada indywidualnie wyróżniające go cechy powodujące powstanie u posiadacza psychologicznej korzyści, tzw. dywidendy emocjonalnej, niezależnej od wartości finansowej.** W strukturze rynku zastąpiły one grupę inwestycji alternatywnych. Główna oś podziału przebiega pomiędzy inwestycjami rzeczowymi oraz inwestycjami finansowymi, nawiązuje ona do już istniejących w literaturze rozwiązań.

Odpowiedź na powyższe pytanie badawcze umożliwiła **realizację pierwszego oraz drugiego celu badawczego niniejszej pracy**. Opracowana została definicja inwestycji emocjonalnych przy jednoczesnej eliminacji inwestycji alternatywnych oraz zaproponowano nową klasyfikację rynków finansowych. Nie podważa ona dotychczasowych prac badawczych, ale stanowi ich pewną ewolucję adekwatną do zmieniającej się sytuacji rynkowej.

W pierwszym rozdziale dysertacji omówiona została również organizacja rynków alternatywnych na poziomie globalnym oraz krajowym. Szczególną uwagę poświęcono inwestycjom emocjonalnym oraz wyróżniającej ich specyfice.

Badanie inwestycji w numizmatykę wymaga podejścia interdyscyplinarnego. Nie ma możliwości doboru właściwej próby badawczej bez uprzedniego **uzyskania szerokiej wiedzy z obszaru numizmatyki jako nauki pomocniczej historii**. Geneza numizmatyki, zdefiniowanie jej oraz chronologiczne zobrazowanie rozwoju mennictwa pozwoli na wyprowadzenie założeń do badań empirycznych oraz zarysuje szeroki kontekst badania. Powyższe aspekty zostały szeroko omówione w rozdziale drugim. Wykształcenie się numizmatyki jako formy inwestycji wymagało wielosetletniej ewolucji. Pierwotnie jedynie profesjonalni pośrednicy uzyskiwali korzyści finansowe, sprzedając eksponaty bogatym pasjonatom. W Polsce proces ten uległ pewnemu zahamowaniu w okresie PRL, kiedy zdecydowany nacisk kładziono na kolekcjonerstwo, ostro krytykując merkantylne podejście. Przemiany gospodarcze w latach 90. dwudziestego wieku pozwoliły na wytworzenie się krajowego profesjonalnego rynku numizmatycznego. Powstały pierwsze domy aukcyjne wzorujące się na zachodnioeuropejskich oraz amerykańskich. Współczesna konstrukcja rynku wraz z **niezbędnym słownikiem pojęć** oraz **najważniejszymi cechami przedmiotów** aukcji również zostały zaprezentowane w omawianym rozdziale.

Kluczowe w potwierdzeniu postawionych w pracy hipotez badawczych były jednak badania przeprowadzone na zgromadzonym materiale z aukcji numizmatycznych. Procedura badawcza prowadząca do opracowania i wyliczenia autorskiego Polskiego Indeksu Numizmatycznego składała się z wielu powiązanych ze sobą etapów, za pomocą których osiągano zarówno podstawowe, jak i dodatkowe cele, stanowiące wartość uzupełniającą niniejszej pracy. Stworzona na pierwszym etapie badań empirycznych **baza aukcji numizmatycznych z lat 1995–2018 jest pierwszym występującym w literaturze i praktyce rynkowej ich zbiorczym opracowaniem**. Stanowi unikatowy zestaw danych pierwotnych, które mogą być wykorzystywane

w innych badaniach i analizach rynkowych. Zakres czasowy tej kolekcji został poszerzony o dodatkowe roczniki 1990–1994, przekraczające ramy pracy. Jest ona także uzupełniona o aukcje bieżące. Trudniejszym etapem badań było zgromadzenie **kompletnego zestawu katalogów aukcyjnych wraz z listami wynikowymi**. Znaczna część domów aukcyjnych nie zdigitalizowała swoich archiwalnych transakcji. Nie posiadała ich nawet w postaci dokumentów źródłowych. Wraz z upływem czasu od przeprowadzonych aukcji stworzenie pełnej bazy danych w tym zakresie stawałoby się coraz trudniejsze. Możliwe, że szansa na to zginęłaby bezpowrotnie. Kwerenda miała miejsce w latach 2019–2020. Obejmowała zbiory prywatne uznanych numizmatyków oraz zasoby Polskiego Towarzystwa Numizmatycznego.

Baza danych pierwotnych, powstała w ramach prac badawczych, pozwoliła na opracowanie **narzędzia do syntetycznej oceny rynku numizmatycznego** i realizację kolejnego z zakładanych celów dysertacji. Instrument w postaci **Polskiego Indeksu Numizmatycznego** został stworzony w oparciu o notowania aukcyjne dobranych celowo stu monet na przestrzeni lat 1995–2018. Monety zostały wytypowane w oparciu o określone kryteria dotyczące ich **rzadkości, stanu zachowania, liczby transakcji oraz reprezentacji właściwych kategorii numizmatycznych**. Wprowadzenie ostatniej z wymienionych cech było istotne z uwagi na przyjęcie właściwych proporcji próby badawczej do jej obecności w ogólnym wolumenie obrotu. Powstanie Polskiego Indeksu Numizmatycznego stanowi odpowiedź na drugie z kluczowych pytań badawczych leżących u podstaw przeprowadzonych badań.:

PB2: W jaki sposób syntetycznie oceniać sytuację na rynku inwestycji numizmatycznych?

Prace nad badaniem ilościowych i jakościowych zmian na rynku numizmatycznym prowadzone były równolegle. **Wywiady z właścicielami domów aukcyjnych** oraz analiza krajowych aukcji numizmatycznych wskazywały kierunek ewolucji badanego rynku. Rozmówcy o zróżnicowanym doświadczeniu i biznesowym stażu nakreślili przekrojowy obraz rynku od 1995 roku po czasy najnowsze. Stopniowo zmieniały się kanały dystrybucji monet, od sprzedaży w sklepach, na targach czy jarmarkach, przez szybki rozwój aktywności na ogólnych platformach handlowych, po zdecydowaną **dominację profesjonalnych aukcji** (prowadzonych zarówno stacjonarnie, jak i z wykorzystaniem specjalistycznych portali internetowych). Aukcje organizowane były przez wyspecjalizowane podmioty od początku przemian gospodarczych, jednak ich asortyment w pierwszych latach był stosunkowo ubogi, a co za tym idzie generowany

obrót był niewielki. Wiązało się to ze zdecydowaną przewagą zagranicznych domów aukcyjnych, zwłaszcza w sprzedaży wybitnych i rzadkich egzemplarzy. Świadczy o tym wolumen aukcji przeprowadzonych w latach 90. dwudziestego wieku przez Warszawskie Centrum Numizmatyczne, Gdański Gabinet Numizmatyczny lub Polskie Towarzystwo Numizmatyczne. Wynosił on od 33.165 do 699.578 złotych. Łączne obroty roczne generowane były na poziomie od 886.630 do 2.280.708 złotych. Biorąc nawet pod uwagę inflację, widać ogromną dysproporcję w porównaniu tych wyników do osiągnięć bieżących pojedynczych aukcji np. Antykwariatu Numizmatycznego Michała Niemczyka z obrotami przekraczającymi 10 milionów złotych. Roczne obroty aukcyjne w latach **2010–2018 zdecydowanie wzrosły i oscylowały w granicach od 15 do 42 mln złotych**. Przełomem dla rynku było stopniowe nabieranie pewności ze strony przekazujących na aukcje eksponaty w to, że nawet najdroższe znajdą krajowych nabywców za odpowiednio wysoką cenę. Nie tylko kupujący dysponowali coraz większym budżetem, także domy aukcyjne mogły pozwolić sobie na zakup całych kolekcji lub wypłatę zaliczek na poczet sprzedaży.

Rosnąca sprzedaż za pośrednictwem internetowych platform handlowych, zwłaszcza portalu Allegro.pl, stanowiła najgroźniejszą konkurencję wśród pozostałych kanałów dystrybucji. Część domów aukcyjnych prowadziła za ich pomocą praktycznie całą sprzedaż. Aukcje organizowały nieliczne. Znaczne podniesienie poziomu opłat za sprzedaż monet przez platformę Allegro zmobilizowało głównych uczestników obrotu do organizowania profesjonalnych aukcji. Numizmaty o znacznej wartości zniknęły z portali handlowych i pojawiały się w katalogach aukcyjnych. Wzrosła liczba i aktywność domów aukcyjnych. **W latach 2017–2018 o 100% zwiększyła się liczba organizowanych aukcji numizmatycznych –** z 12 do 24. Ten kanał dystrybucji zdominował również rynek pod względem jakości sprzedawanych walorów.

Badanie wolumenu sprzedaży zostało przeprowadzone z uwzględnieniem dodatkowych czynników, których weryfikacja była decydująca w dalszych pracach nad doborem monet do próby. Numizmaty pochodzące z wybranych okresów historycznych mogą cieszyć się stosunkowo większym zainteresowaniem i osiągać wyższe wyniki aukcyjne w porównaniu do tych mniej popularnych. Zbyt duży dobór najpopularniejszych monet mógłby wpływać na ostateczny wynik badań. Należało więc dobrać próbę adekwatnie do ich udziału w ogólnym wolumenie sprzedaży. Sprzedawane przedmioty, podobnie jak na aukcjach numizmatycznych, zostały podzielone pomiędzy kategorie. Na bazie doświadczeń trzech największych domów aukcyjnych

przypisano je do następujących podgrup: **monarchia średniowieczna, monarchia nowożytna, czasy zaborów, II Rzeczpospolita, Polska Rzeczpospolita Ludowa, III Rzeczpospolita, monety państw z Polską związanych**. Podział ten czerpie z wieloletniej praktyki uczestników rynku numizmatycznego oraz najbardziej aktualnych trendów. Wykorzystanie go w przyszłości nie powinno wymagać od użytkowników szczególnej wiedzy numizmatycznej i z pewnością ułatwi dalsze badanie przedmiotu.

Wolumen obrotu został podliczony poprzez zsumowanie osiągniętych wartości wyszczególnionych w listach wynikowych tworzonych po każdej aukcji numizmatycznej. **Zagregowano około 200.000 szczegółowych danych**. Wygenerowano **odrębne wyniki dla każdej aukcji, domu aukcyjnego oraz kategorii numizmatycznej**. Oprócz osiągnięcia dodatkowych celów, związanych z dalszym badaniem stóp zwrotu, pozwoliło to na wielokrotną weryfikację wyników. Zmiany ogólnego wolumenu osiągniętego na aukcjach numizmatycznych w latach 1995–2018 prezentuje wykres 17. Szczegółowa analiza zmian w poszczególnych latach pozwala dostrzec, iż wzrosty nie były regularne, lecz skokowe. W niektórych latach oscylowały w okolicy 50% (1998, 2000, 2004, 2010) lub nawet 100% (2018). Większy spadek nastąpił tylko jeden raz w 2013 roku, gdy obroty zmniejszyły się z 24 do 17 mln złotych. Dodatkowe zweryfikowanie obrotów poszczególnych domów aukcyjnych wskazało na zdecydowaną dominację dwóch podmiotów. Warszawskie Centrum Numizmatyczne oraz Antykwariat Numizmatyczny Pawła i Michała Niemczyków **wygenerowały ponad 75% wolumenu**. Z pozostałych jedynie Warszawski Dom Aukcyjny (organizujący aukcje z Gdyńskim Domem Aukcyjnym oraz firmą Monety i Medale), Poznański Dom Aukcyjny wraz z Podlaskim Gabinetem Numizmatycznym oraz Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka osiągnęły istotne wyniki. **W latach 2017–2018 sytuacja ta uległa jednak zmianie**. Zaktywizowały się nowe domy aukcyjne oraz wzrosła liczba organizowanych aukcji. Do grona liderów rynku dołączył Gabinet Numizmatyczny Damiana Marciniaka, a osłabła pozycja Warszawskiego Centrum Numizmatycznego. Analiza zmian organizacyjnych rynku numizmatycznego oraz kształtowania się wolumenu obrotów stanowią realizację czwartego z celów szczegółowych pracy, tj. oceny jakościowej ewolucji rynku numizmatycznego w Polsce w badanym okresie. Do odpowiedzi na trzecie z pytań badawczych najistotniejsze było jednak zweryfikowanie osiąganych stóp zwrotu z inwestycji w latach 1995–2018.

PB 3: W jaki sposób rozwijał się rynek numizmatyczny w Polsce w ujęciu jakościowym i ilościowym (z punktu widzenia stóp zwrotu)?

Wyjściowe badanie konieczne do analizy stóp zwrotu stanowiło element obliczeń wolumenu aukcyjnego. Monety musiały zostać dobrane zgodnie z właściwą proporcją obrotów generowanych w ramach poszczególnych kategorii aukcyjnych. **Na bazie ich procentowego podziału zostały dobrane do próby właściwe monety**. Zestawienie to zostało wykonane jednak z pomięciem dwóch kategorii – monet Polskiej Rzeczypospolitej Ludowej oraz monet III Rzeczypospolitej. Powodem tego działania było zbyt rzadkie występowanie ich notowań, zwłaszcza w początkowych latach objętych badaniem. W latach 90. dwudziestego wieku monet III RP było stosunkowo niewiele i były powszechnie dostępne w sklepach numizmatycznych. Monety PRL posiadały stosunkowo niską wartość i nie były traktowane jako atrakcyjne walory. Z pozostałych kategorii wybrano **sto monet zgodnie z następującym parytetem**: monarchia średniowieczna – sześć sztuk, monarchia nowożytna – sześćdziesiąt sześć sztuk, czasy zaborów – jedenaście sztuk, II Rzeczypospolita – trzynaście sztuk oraz monety państw z Polską związanych – sześć sztuk. Wybranym walorom przyporządkowano 2.400 ich notowań aukcyjnych z lat 1995–2018. Zmiany cen zostały przedstawione w postaci zmian indeksowych, stanowiących **podstawę obliczania corocznej wartości indeksu**. Uzyskane wyniki prezentuje wykres 19. Zyski z inwestycji w numizmatykę zwiększały się praktycznie przez cały okres badawczy. Minimalne spadki możemy zaobserwować jedynie w pojedynczych latach – 2002, 2009, 2011, 2015. Główne fale wzrostowe nastąpiły w dwóch okresach, w latach 2003–2007 oraz 2016–2018. Wyniki te jedynie częściowo pokrywają się z wcześniejszymi badaniami autora, dotyczącymi wąskiego zakresu monet próbnych dwudziestolecia międzywojennego. W ich przypadku występująca po gwałtownych wzrostach korekta z lat 2012–2015 sięgnęła około 30%[421]. Jest to dodatkowy argument potwierdzający słuszność doboru próby monet w zgodzie z proporcją ich obecności w ogólnym wolumenie. Wyniki osiągane na mniejszych i bardziej skonkretyzowanych podgrupach mogą znacznie odbiegać od średniej osiąganej z inwestycji w ogół numizmatyki. Biorąc pod uwagę osiągnięte rezultaty, należy pamiętać o tym, iż podstawą badań były wyniki osiągane na profesjonalnych aukcjach, na których sprzedaje się monety o wysokich sta-

[421] A. Chołody, M. Szyszko, *Monety próbne dwudziestolecia międzywojennego jako forma inwestycji alternatywnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny, Socjologiczny", nr 1 (81), 2019, s. 186–187.

nach zachowania, przy gwarancji oryginalności i często atrakcyjnie wypromowane. Jest to obecnie główny kanał dystrybucji, ale sprzedawane przedmioty nie wyczerpują szerokiego spektrum numizmatów. Nadal znaczna liczba monet zmienia właściciela za pomocą internetowych platform handlowych, w starych sklepach stacjonarnych lub na jarmarkach. Ponowna ich sprzedaż może przynosić zupełnie inne stopy zwrotu.

Niezwykle ważnym elementem, a zarazem zagrożeniem dla oceny stóp zwrotu z inwestycji w numizmatykę, jest subiektywność oceny poszczególnych obiektów. Ta sama moneta, oceniona kiedyś przez dom aukcyjny, firmę gradingową lub kupującego jako tzw. stan pierwszy, może przy kolejnej transakcji zostać oceniona inaczej, co znacznie wpłynie na jej wartość. Konsekwencją niejednoznacznego gradingu było to, że autor mając do wyboru kilka notowań tego samego rodzaju monety w danym roku, posiadających ten sam stan zachowania, czynił starania, aby wybierać wyniki jak najbliżej średniej. Tworząc PIN i wybierając inne kryteria, np. ujęcie monet najdroższych w danym roku lub monet najtańszych, prawdopodobnie uzyskałoby się inne wyniki, tym bardziej przyjmując losowe notowanie z dostępnych. Uśrednianie wyników wydaje się być praktyką lepiej odzwierciedlającą sytuację na rynku. Możliwe oczywiście jest stworzenie indeksów opartych o inny dobór typów monet. Wyniki zróżnicowanych badań byłyby doskonałym materiałem porównawczym w zakresie potwierdzenia osiąganych stóp zwrotu.

Wyniki osiągane z długoletnich inwestycji w numizmatykę wskazują na bardzo wysoką stopę zwrotu przy niewielkim zagrożeniu znacznymi spadkami. Efekty spadków niwelowane były zwykle w rok po ich wystąpieniu. Oczywiście wniosek taki można wysunąć w przypadku analizy szerokiego rynku, a nie inwestycji w konkretną grupę monet lub pojedynczy egzemplarz. **Pełna ocena opłacalności inwestycji możliwa jest tylko w porównaniu do innych dostępnych inwestycji, najlepiej klasycznych**. Do takiego porównania wybrano dwa standardowe instrumenty: rynek akcji, którego sytuację reprezentował indeks WIG, czyli rynek o relatywnie wysokim ryzyku oraz rynek długoterminowych obligacji skarbowych o niskim ryzyku.

Najwyższe roczne stopy zwrotu w badanym okresie wygenerowały inwestycje na rynku giełdowym, osiągając nawet **ponad 80-procentowe stopy zwrotu**. Na wieloletni wynik tej inwestycji miały jednak wpływ **znaczące spadki z lat 1998, 2001, 2008 oraz 2011**.

Rynek monet i obligacji nie odnotował znaczących spadków. Obligacje charakteryzowały się dość równomierną, niską stopą zwrotu 4–6%, od 2001 roku będącą w trendzie spadkowym, przede wszystkim w związku z zakańczaniem procesu dezinflacji w Polsce i niskimi stopami procentowymi na rynku. Inwestycje na bazie Polskiego Indeksu Numizmatycznego wielokrotnie generowały znaczące roczne stopy zwrotu, **ponad 20-procentowego wzrostu w latach 1996, 1997, 2003, 2004, 2007, 2016 oraz 2018**. Jednocześnie w badanym okresie **spadki indeksu były sporadyczne i nie przekraczały 5%**.

Wyniki osiągane z poszczególnych form aktywów przedstawione zostały również w formie indeksowej. Stopy zwrotu z inwestycji w WIG oraz obligacje skarbowe przeliczone zostały na wskaźniki zbliżone do indeksu PIN. Jako kwotę bazową przyjęto dla WIG identyczny poziom 10.000 punktów (nie jest to rzeczywista wartość indeksu). Dla obligacji, w związku z generowaniem ich wyników od 1999 roku, przyjęto odrębne wyliczanie indeksu. Jest to oczywiście pewien zabieg formalny, ale mający na celu wskazanie, jak proporcjonalnie zmieniałaby się wartość inwestycji w przeliczeniu na jednorodne wskaźniki. Wyniki prezentują wykresy 23 i 24. Porównanie powyższych stóp zwrotu oraz wytworzonych na ich podstawie indeksów punktowych stanowi odpowiedź na czwarte z postawionych pytań badawczych.

PB 4: Jak kształtowały się stopy zwrotu na rynku numizmatycznych w porównaniu ze stopami zwrotu z innych instrumentów finansowych?

Podsumowanie prac badawczych i odpowiedź na pytanie o realizację głównego celu rozprawy, jakim jest **ocena rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018 wraz z przygotowaniem narzędzi umożliwiających taką ocenę**, wymaga odniesienia się do wszystkich postawionych hipotez badawczych. Podstawą do analizy są odpowiedzi na pytania badawcze oraz realizacja celów szczegółowych pracy. Hipoteza główna zakłada, że **rynek numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu** w porównaniu do rynków tradycyjnych. Potwierdzenie hipotezy nastąpiło poprzez szczegółowe badanie jej poszczególnych elementów i powiązanych z nimi pomocniczych hipotez badawczych.

Wyniki badań sugerują, że w latach 1995–2018 nastąpił znaczny wzrost cen oraz obrotu na aukcyjnym rynku numizmatycznym. Odzwierciedlenie tych wyników w postaci autorskiego Polskiego Indeksu Numizmatycznego wykazało zmianę jego wartości z 10.000 do 140.724 punktów. W tym samym okresie badawczym wolumen sprzedaży zwiększył się z 886.630 do

42.557.920 złotych. Wskazuje to na to, iż nastąpił kilkunastokrotny wzrost stóp zwrotu analizowanego segmentu rynku aktywów emocjonalnych w badanym okresie, przy jednoczesnym zdecydowanym zwiększeniu obrotów. Wyniki finansowe można wiązać wprost z profesjonalizacją rynku numizmatycznego i przepływem obrotów na aukcje z innych kanałów dystrybucji numizmatów. Nowatorskie techniki, elektronizacja, dobra organizacja domów aukcyjnych, zwiększenie liczby inwestorów doprowadziły do zmiany jakościowej na badanym rynku emocjonalnym. Na podstawie powyższych danych potwierdzono hipotezy pomocnicze nr 1 oraz nr 2.

- **Hs1: W latach 1995–2018 nastąpiła jakościowa zmiana rynku numizmatycznego w Polsce przejawiająca się wzrostem jego profesjonalizacji.**
- **Hs2: W latach 1995–2018 następował wzrost wolumenu transakcji oraz stóp zwrotu z badanego rynku.**

Wyniki badań nad stopami zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym zostały następnie porównane z wynikami osiąganymi na rynkach klasycznych. Stopa zwrotu z WIG przeliczona na adekwatną do Polskiego Indeksu Numizmatycznego wartość punktową wyniosła 76.067 punktów w latach 1995–2018. W tym samym czasie PIN osiągnął wartość dwukrotnie większą, osiągając 140.724 punkty. Do 2007 roku indeksy te rosły w zbliżonym tempie. W trakcie kryzysu ekonomicznego nastąpił znaczny **spadek giełdowego WIG o 51,7% (2008 rok), PIN wzrósł w tym czasie o 3,36% (2008 rok)**. W kolejnym roku, pomimo znacznego odbicia na rynku akcji i spadków w numizmatyce, nie nastąpiło ponowne zrównanie wartości indeksów. Lata 2011–2017 przyniosły stopniowe budowanie przewagi – w sensie stóp zwrotu możliwych do zrealizowania – badanego rynku nad rynkiem akcyjnym. Największa zmiana w tym zakresie wiąże się jednak z 2018 rokiem, kończącym czasowo zakres badawczy. Inwestycje w numizmatykę przyniosły w nim **21,29% zysku, gdy WIG zanotował 9,5-procentową stratę**. Podkreśliło to już istniejące długoterminowe dysproporcje. Analiza zagregowanych danych pozwala na stwierdzenie, że **decydujące w zakresie porównania stóp zwrotu w badanym okresie było kilkukrotne zaistnienie na rynku akcyjnym gwałtownych spadków przekraczających 20% w skali roku, przy jednoczesnej względnej stabilności rynku monet.** Spadki w numizmatyce, jeżeli występowały, to mieściły się w granicach 5%. Wzrosty, nie tak imponujące, jak w przypadku WIG, dziewięciokrotnie w badanym okresie przekraczały próg 15%. Czynniki te doprowadziły do tak znacznej różnicy w osiąganych długoterminowych wynikach.

W przypadku obligacji zbliżone stopy zwrotu z inwestycji w stosunku do inwestycji w numizmatykę osiągane były w latach 1999–2003. Znacząca dysproporcja wyników została zapoczątkowana w 2007 roku. **PIN wyniósł wtedy 36.802 punkty, indeks obligacji 19.267 punktów**. Utrzymywała się w kolejnych latach na zbliżonym poziomie, docelowo skokowo rosnąc w latach 2016–2018. **Ostatecznie indeks obligacji osiągnął 31.104 punkty, w porównaniu do 69.869 punktów Polskiego Indeksu Numizmatycznego**. W pierwszych latach okresu badawczego o zbliżonych wynikach zadecydowało stosunkowo wysokie oprocentowanie obligacji wynoszące średnio około 10%. Zaletą inwestycji w obligacje były niewątpliwie stałe stabilne zyski – w żadnym roku nie nastąpiła strata (biorąc pod uwagę zmiany ekonomiczne w ostatnich latach aspekt ten stał się także istotny). Stopniowy spadek oprocentowania obligacji z jednoczesnymi znacznymi wzrostami zysków z inwestycji w monety w zdecydowany sposób zmieniły obraz wynikający z porównania ich efektywności. **W docelowym modelu długoterminowa stopa zwrotu z PIN była ponad dwukrotnie wyższa od stopy zwrotu z powyżej omówionej inwestycji klasycznej.**

Wyniki badań porównawczych nad inwestycjami tradycyjnymi i inwestycjami emocjonalnymi reprezentowanymi przez numizmaty przeprowadzone zostały w ponad dwudziestoletniej perspektywie czasowej. Wykazana 100-procentowa różnica w możliwych zyskach zarówno wobec obligacji, jak i rynku akcyjnego, stawia numizmatykę w pozycji atrakcyjnego rynku dla potencjalnych inwestorów. Pozwala to na potwierdzenie trzeciej z postawionych hipotez pomocniczych.

- **Hs3: Stopy zwrotu na rynku numizmatycznym mogą być wyższe niż stopy zwrotu z inwestycji na rynkach tradycyjnych**

Wnioski wypływające z prac nad pomocniczymi hipotezami badawczymi umożliwiają odniesienie się do postawionej hipotezy głównej. Wykazane zmiany jakościowe rynku numizmatycznego w połączeniu ze stałym wzrostem stóp zwrotu z inwestycji oraz wolumenu niewątpliwie sytuują badany rynek wśród atrakcyjnych kierunków inwestycji. Długoterminowo rosnące ceny monet generują zdecydowanie wyższe zyski niż środki lokowane w zbadanych inwestycjach tradycyjnych. Powyższe stwierdzenia, oparte na przedstawionych wynikach badań, pozwalają na **potwierdzenie głównej hipotezy pracy**.

Rozprawa została zrealizowana w **pełnym założonym zakresie przedmiotowym, podmiotowym, czasowym oraz terytorialnym**. W perspektywach rynku uwzględniono dodatkowe

dane z lat 2019–2020, dotyczące liczby organizowanych aukcji, ze względu na możliwość potwierdzenia dzięki nim wyjątkowego trendu zapoczątkowanego w 2018 roku. Praca objęła swym zakresem wszystkie aukcje organizowane przez wyspecjalizowane w numizmatyce domy aukcyjne w latach 1995–2018 na terenie całego kraju. **Cel główny pracy został osiągnięty**, dokonano syntetycznej oceny rynku numizmatycznego za pomocą nowo opracowanych narzędzi badawczych.

Rynek numizmatyczny, podobnie jak inne rynki emocjonalne, nie był poddany szczegółowym badaniom na krajowym gruncie. Wyniki niniejszej pracy mogą stanowić podstawę do dalszych analiz. Dla potencjalnych inwestorów niezwykle ważne byłoby szersze porównanie osiąganych zwrotów z inwestycji np. z międzynarodowymi rynkami tradycyjnymi (w dobie globalizacji i nowoczesnych technik informatycznych inwestowanie na GPW i zagranicznych giełdach jest równie łatwe) lub innymi rynkami emocjonalnymi – znaczków, starych samochodów, rzadkich alkoholi. Wewnątrz rynku numizmatycznego także istnieje znaczne pole do kolejnych prac badawczych. Na bazie zaproponowanych w niniejszej pracy kategorii numizmatycznych możliwa jest weryfikacja perspektyw inwestycyjnych związanych z poszczególnymi grupami monet. Jest prawdopodobne, iż moda lub upodobania kolekcjonerów przekładają się na zwiększoną popularność niektórych okresów w numizmatyce. W różnych latach monety z danych kategorii numizmatycznych mogą osiągać zupełnie odmienne stopy zwrotu. Zbadanie występujących trendów i ich ewolucji jest ważnym aspektem przy planowaniu inwestycji. Opracowany Polski Indeks Numizmatyczny nie objął swym zakresem dwóch ważnych grup monet ze względu na nikłe ich występowanie na aukcjach w początkowych latach poddanych badaniom. Numizmaty z okresu PRL oraz III RP zyskują jednak na popularności. Obecne są na większości aktualnych aukcji. Wzrost zainteresowania nimi przekłada się na ceny i osiągane stopy zwrotu. Analiza tych dodatkowych kategorii oraz włącznie ich w skład Polskiego Indeksu Numizmatycznego byłyby ważnym krokiem w jego rozbudowie. Możliwe jest także stworzenie odpowiednich subindeksów. Niezależnie od rynku monet rozwija się rynek pieniądza papierowego. Ceny poszczególnych walorów biją historyczne rekordy. Stanowi on również ważny fragment numizmatyki. Ze względu na to, iż zdecydowana większość obrotu banknotami miała miejsce w ostatnich latach, badania powinny mieć inny zakres czasowy. W krajach anglosaskich stopy zwrotu z inwestycji w numizmatykę zweryfikowane zostały w perspektywie kilkudziesięcioletniej. Można w nich zaobserwować zaistnienie poważnych spadków notowań, które do tej pory

nie wystąpiły na rynku polskim. Kontynuacja notowań Polskiego Indeksu Numizmatycznego i porównywanie jego zmian w stosunku do rynków zagranicznych mogą być istotne dla perspektyw inwestycyjnych.

Rezultaty rozprawy stanowią przede wszystkim wkład w naukę. Uzupełniają istniejącą lukę w wymiarze teoretycznym i metodycznym w literaturze z obszaru ekonomii i finansów. Ich praktyczne aspekty są istotne zwłaszcza dla potencjalnych inwestorów – zarówno tych planujących wejście na rynek, jak i obecnie na nim funkcjonujących. Dotychczas stopy zwrotu z inwestycji szacowano na przykładzie pojedynczych egzemplarzy i stosunku cen zakupu do ostatecznej ceny sprzedaży. Brakowało narzędzi mogących ukazać syntetyczny obraz szerokiego rynku. Badania autora w tym zakresie spotkały się już z zainteresowaniem ze strony mediów specjalistycznych oraz domów aukcyjnych[422]. Analizy ekonomiczne pełnią istotną rolę zwłaszcza dla profesjonalnych podmiotów zajmujących się alokowaniem kapitału. Wraz ze zwiększaniem się wolumenu obrotu, rosnącymi stopami zwrotu oraz popularnością medialną pojawiać się będzie zainteresowanie rynkiem numizmatycznym ze strony funduszy inwestycyjnych.

Przeprowadzone prace badawcze pozwoliły na **osiągnięcie celu głównego oraz wszystkich celów szczegółowych rozprawy**. **Potwierdzono hipotezę główną oraz hipotezy pomocnicze**. Wartość dodana rozprawy ma swoje odzwierciedlenie zarówno w aspekcie teoretycznym, jak i w praktycznym zastosowaniu.

[422] https://alternatywne.pl/wywiad-o-indeksie/ [dostęp 13.02.2022].

Bibliografia

Pozycje zwarte

1. Al-Kaber M., *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2010.
2. *Art., Luxury Goods and Risk,* w: *Risk and Uncertainty in the World*, Ed. A. M. Dempster, Bloomsbury Publishing, London 2014.
3. *Badania polskiej klasy wyższej. Problemy, diagnozy, dylematy*, red. M. Bombol, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2012.
4. Bartkowiak Z., Jarmużek A., *Ceny monet i banknotów polskich na aukcjach krajowych 1990–1992*, Wydawnictwo Z. Bartkowiak, Poznań 1993.
5. Borowski K., *Rynek inwestycji alternatywnych. Od inwestowania w metale i kamienie szlachetne do numizmatyki, skrypofilistyki i felerystyki*, CeDeWu, Warszawa 2016.
6. Borowski K., *Rynek inwestycji emocjonalnych*, CeDeWu, Warszawa 2016.
7. Chałupski J., *Specjalizowany katalog monet polskich XX i XXI w., część druga. II Rzeczypospolita, Generalne Gubernatorstwo 1918–1945*, Wydawca Jerzy Chałupski, Sosnowiec 2008.
8. Chałupski J., *Specjalizowany katalog monet polskich XX i XXI w., część pierwsza, Królestwo Polskie 1917–1918*, Wydawca Jerzy Chałupski, Sosnowiec 2008.
9. Cywiński H., *Dziesięć wieków pieniądza polskiego*, Ludowa Spółdzielnia Wydawnicza, Warszawa 1982.
10. Cywiński H., *Z dziejów pieniądza na świecie*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1986.
11. Czarny B., Rapacki R., *Podstawy ekonomii,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
12. Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2008.
13. Doliński J., *ABC Numizmatyka*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1971.
14. *Dylematy inwestowania. Rodzaje, efektywność, przykłady*, red. D. Podedworna-Tarnowska, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011.

15. Dziawgo L., *Private banking. Bankowość dla zamożnych klientów*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.
16. Fiedorow-Dawydow H., *Monety opowiadają o historii*, PWN, Warszawa 1966.
17. Hadaś-Dyduch M., *Inwestycje alternatywne w kontekście efektywności inwestycji kapitałowej na przykładzie produktów strukturyzowanych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.
18. Haisig M., *25 lat Ruchu Numizmatycznego w Polsce Ludowej (1945–1969)*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1972.
19. *Handbook of Personality: Theory and Research*, Eds. L.A. Pervin, O.P. John, Guilford Press, New York 1999.
20. Horoszko G., *Od płacideł do kart kredytowych*, Muzeum Narodowe w Szczecinie, Szczecin 2011.
21. Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1997.
22. *Innowacje finansowe*, red. A. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008.
23. *Inwestor, inwestycje rzeczowe: przygotowanie, realizacja, ewidencja inwestycji*, red. W. Flak, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2000.
24. *Inwestowanie emocjonalne i techniczne*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2014.
25. *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2011.
26. *Inwestowanie. Rynki, instrumenty, decyzje*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2015.
27. *Inwestycje alternatywne*, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.
28. Jagielnicki A., *Inwestycje alternatywne. Pierwsze kroki na rynku pozagiełdowym*, Helion, Gliwice 2010.
29. Jajuga K., *Giełdowe instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2006.
30. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
31. Kałkowski T., *Tysiąc lat monety polskiej*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1974.

32. Kamiński C., Żukowski J., *Katalog monet polskich 1697–1763 (epoka saska)*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1980.
33. Kiersnowski R., *Początki pieniądza polskiego*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1962.
34. Klepacki J., *Rynek finansowy w Polsce. Ujęcie praktyczne*, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Łódź 2018.
35. Kopicki E., *Katalog podstawowych typów polskich monet i banknotów oraz ziem historycznie związanych z Polską, tom IX, część czwarta*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1989.
36. Korczyńska E., Paszkiewicz B., *Zarys Mennictwa Europejskiego. Tom X. Mennictwo XIX i XX wieku*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne oddział w Krakowie, Kraków 1989.
37. Kowalski M., *Vademecum kolekcjonera monet i banknotów*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1988.
38. Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
39. Kurpiewski J., Kurpiewski A., *Monety i medale polskie na aukcjach zagranicznych 1987–1990*, Polskie Towarzystwo Numizmatyczne, Warszawa 1992.
40. Kurpiewski J., *Zarys historii pieniądza polskiego*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne i Numizmatyczne. Komisja Numizmatyczna, Warszawa 1988.
41. Luenberger D.G., *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
42. Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania,* Wydawnictwo K. E. Liber, Warszawa 1997.
43. Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2014.
44. Mikołajczyk A., *Leksykon numizmatyczny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Łódź 1994.
45. Mikołajczyk A., *Monety stare i nowe*, Arkady, Warszawa 1988.
46. Nestorowicz Z., *Pieniądz czasu wojny i okupacji w Polsce 1939–1945*, Narodowy Bank Polski Odział w Lublinie, Lublin 2009.
47. Niemirycz W., *Wspomnienia warszawskiego numizmatyka*, Ośrodek Badań Historii Wojskowej, Białystok 2000.

48. *Opowiadania numizmatyczne. Historia monetą się toczy*, red. K. Marciszewska, T. Witkiewicz, Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz, Szczecin 2014.
49. Ostrowska E., *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny. Metody ocen*, C.H. Beck, Warszawa 2014.
50. Parchimowicz J., *Monety polskie 1545–1586, 1633–1864*, Wydawnictwo Nefryt, Szczecin 2012.
51. Pieńkowski R., *Straty wojenne numizmatyki poniesione w latach 1939–1945 w granicach Polski po 1945 r. Raport wstępny*, Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego, Biuro Pełnomocnika Rządu do Spraw Polskiego Dziedzictwa Kulturowego za Granicą, Poznań 2000.
52. *Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, red. K. Gabryelczyk, C. H. Beck, Warszawa 2009.
53. *Przemiany i perspektywy gospodarki w procesie integracji z gospodarką światową*, red. K. Piech, G. Szczodrowski, Instytut Wiedzy, Warszawa 2002.
54. *Rynek pieniężny i kapitałowy*, red. I. Pyka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2000.
55. *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
56. Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003.
57. Stahr M., *Medale polskie i z Polską związane od XVI do XVIII wieku*, Muzeum Narodowe w Poznaniu, Poznań 2008.
58. Stoute K., *Help, I'm Rich! Your Compass to a Value-Adding Private Banking Experience*, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore 2015.
59. Strzałkowski J., *Moneta i banknot w latach 1924–1925*, Wydawca Jacek Strzałkowski, Łódź 1990.
60. Strzałkowski J., *Zbiory polskich monet i medali*, Wydawca Jacek Strzałkowski, Łódź 1991.
61. Suchodolski S., *Moneta i obrót pieniężny w Europie Zachodniej*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1982.

62. *Świat starożytny, jego polscy badacze i kult panującego*, red. L. Mroziewicz, K. Balbuza, Wydawnictwo Poznańskiego Towarzystwa Przyjaciół Nauk, Poznań 2011.
63. Szwagrzyk J.A., *Pieniądz na ziemiach polskich X–XX w.*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1990.
64. Szwagrzyk J.A., *Portrety na monetach i banknotach polskich*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich –Wydawnictwo, Wrocław 1980.
65. Szymański J., *Nauki pomocnicze historii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
66. Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001.
67. Terlecki W., *Od denara do złotówki*, Państwowe Zakłady Wydawnictw Szkolnych, Warszawa 1964.
68. *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego. Wybrane zagadnienia*, red. U. Ziarko-Siwek, CeDeWu, Warszawa 2012.
69. Witkiewicz T., *Inwestowanie w monety. Numizmatyka – alternatywny sposób inwestowania i dywersyfikacji portfela inwestycyjnego*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2008.
70. Witkiewicz T., Wąsala K., *Numizmatyka bez tajemnic, czyli wszystko o kolekcjonowaniu monet od początku*, Wydawnictwo Tomasz Witkiewicz, Szczecin 2009.
71. Wójtowicz G., Wójtowicz A., *Historia monetarna Polski*, Twigger, Warszawa 2003.
72. Zaremba A., *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009.
73. Żabiński Z., *Systemy pieniężne na ziemiach polskich*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich – Wydawnictwo, Wrocław 1981.
74. Żabiński Z., *Zagadnienia prawne numizmatyki*, Polskie Towarzystwo Archeologiczne, Warszawa 1971.

Artykuły

1. Adamska A., *Alkohole jako przedmiot inwestycji alternatywnych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 4 (82), 2016.
2. Adamska A., *Inwestowanie w aktywa emocjonalne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73, 2015.

3. Aspadarec W., *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*, „Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN", nr 1 (6), 2013.
4. Aspadarec W., Majewski S., *Persystencja stóp zwrotu quasi-funduszy hedge na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (50), 2016.
5. Aspadarec W., *Przyszłość funduszy hedge na świecie i w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia", nr 57, 2013.
6. Bernaś P., *Klasyfikacja indeksów na rynku sztuki*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace", nr 2, 2016.
7. Blanco A.A., Coca Peréz J.L., Román M.P., García J.A., *An Application of the Markowitz Theory to Numismatics (The Walking Liberty)*, „Gestion 2000", Vol. 32, No. 2, 2015.
8. Borowski K., Chałupczak K., *Czynniki determinujące ceny monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu", nr 26, 2010.
9. Borowski K., Gurczyńska A., *Stopy zwrotu i ryzyko w wybranych segmentach rynku sztuki i inwestycji klasycznych (akcje, obligacje)*, „Przedsiębiorstwo i Finanse", nr 3 (26), 2019.
10. Burton B.J., Jacobsen J.P., *Measuring Returns on Investments in Collectibles*, „Journal of Economic Perspectives", Vol. 13, No. 4, 1999.
11. Buszko M., *Fundusze hedgingowe jako innowacyjna forma inwestowania na rynkach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu", nr 13, 2009.
12. Candela G., Castellani M., Pattitoni P., *Reconsidering Psychic Return in Art Investments*, „Economics Letters", Vol. 118, No. 2, 2013.
13. Chen X., Chen X., *Stamp Characteristics and Long-term Return after Issuance Evidence from New China Stamps*, „China Finance Review International", Vol. 2, No. 4, 2012.
14. Chołody A., Szyszko M., *Monety próbne dwudziestolecia międzywojennego jako forma inwestycji alternatywnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny, Socjologiczny", nr 1 (81), 2019.
15. Cichorska J.I., *Rozwój rynku sztuki jako przykład inwestycji alternatywnych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (49), 2015.

16. Colahan E., *Classical Guitar Music in Printed Collections: A New Index and a Model for Indexing Instrumental Music in Score Collections*, „Music Reference Services Quarterly", Vol. 17, No. 3, 2014.
17. Czerwonka M., Dobek J., *Ocena wybranych form inwestycji alternatywnych na przykładzie rynku polskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów", nr 144, 2015.
18. Czupryna M., Oleksy P., *Dywidenda emocjonalna z inwestycji alternatywnych na przykładzie win francuskich*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", nr 10 (958), 2016.
19. Dąbrowska K., *Zagrożenia na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe ZPSB. Firma i Rynek", nr 1 (55), 2019.
20. Dimson E., Rousseau P., Spaenjers Ch., *The Price of Wine*, „Journal of Financial Economics", Vol. 118, No. 2, 2015.
21. Dimson E., Spaenjers Ch., *Ex post: The Investment Performance of Collectible Stamps*, „Journal of Financial Economics", Vol. 100, No.2, 2011.
22. Garbaczewski W., *Zbiór numizmatyczny Mariana Gumowskiego w okresie okupacji niemieckiej (1939–1945)*, „Numizmatyka Poznańska", nr 2, 2011.
23. Gevirtz L., *Wine Auction Market Shrinking, Lafite Bubble Bursts*, „Reuters", 2012.
24. Gierałtowska U.M., *Bezpośrednie i pośrednie inwestycje w metale szlachetne*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (50), 2016.
25. Gierałtowska U.M., *Dostępność instrumentów alternatywnych na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (43), 2014.
26. Gierałtowska U.M., *Dywersyfikacja równoległa oparta na rynku złota w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 33, 2010.
27. Główka G., *Finansowe determinanty bańki cenowej na rynku mieszkaniowym w Polsce*, „Studia i Prace WNEIZ US", nr 1 (45), 2016.
28. Goetzmann W.N., Spiegel M., *Private Value Components, and the Winner's Course in an Art Index*, „European Economic Review", Vol. 39, No. 3–4, 1995.

29. Gokcekus O., Nottebaum D., *The Buyer's Dilemma – Whose Rating Should a Wine Drinker Pay Attention to?*, „AAWE Working Paper", No. 91, 2011.
30. Golecki M.J., *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi na tle nowelizacji przepisów kodeksu cywilnego dotyczących ofertowego trybu zawierania umów*, „Palestra", nr 7–8, 2006.
31. Kaczorowska B., Kaczorowska M., *Ochrona zabytków numizmatycznych*, „Ochrona Zabytków", nr 1–4, 2010.
32. Kałkowski T., *Urimare – pogromczyni piratów*, „Biuletyn Numizmatyczny", nr 9, 1966.
33. Kane A., *Coins: Anatomy of a Fad Asset*, „The Journal of Portfolio Management", Vol. 10, No. 2, 1984.
34. Kasprzak-Czelej A.B., *Inwestycje w złoto jako zabezpieczenie przed inflacją w Polsce*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia", nr 4 (49), 2015.
35. Kasprzak-Czelej A.B., Możliwości dywersyfikacji ryzyka z wykorzystaniem inwestycji alternatywnych, „Zarządzanie i Finanse", t. 4, nr 2 (11), 2013.
36. Kauffman R., Spaulding T.J., Wood Ch.A., *Are Online Auction Markets Efficient? An Empirical Study of Market Liquidity and Abnormal Returns*, „Decision Support Systems", Vol. 48, No. 1, 2009.
37. Kleine J., Peschke T., Wagner N., *Rich Men's Hobby or Question of Personality: Who Considers Collectibles as Alternative Investment?*, „Finance Research Letters", Vol. 35, 2019.
38. Koford K., Tschoegl A.E., *The Market Value of Rarity*, „Journal of Economic Behavior & Organization", Vol. 34, No. 3, 1998.
39. *Kronika zagraniczna*, „Biuletyn Numizmatyczny", nr 2, 1965.
40. Liśkiewicz A., *Problematyka prawna kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawniczy Uniwersytetu Warszawskiego", nr 1, 2017.
41. Lovo S., Spaenjers Ch., *A Model of Trading in the Art Market*, „American Economic Review", Vol. 108, No. 3, 2018.
42. Ludwiczak A., *Jaki nie jest rynek nieruchomości – problemy dla badaczy*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 1 (85), 2017.

43. Lyk-Jensen S.V., Chanel O., *Retailers and Consumers in Sequential Auctions of Collectibles*, „Canadian Journal of Economics”, Vol. 40, No. 1, 2007.
44. Mandel B.R., *Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good*, „American Economic Review”, Vol. 99, No. 4, 2009.
45. Marciniak D., *Pożegnanie dobrej numizmatyki z allegro*, „Przegląd Numizmatyczny” nr 2 (97), 2017.
46. McIntosh W.D., Schmeichel B., *Collectors and Collecting: A Social Psychological Perspective*, „Leisure Sciences”, Vol. 26, No. 1, 2001.
47. Outreville J.F., *Reputation and Relative Price Positioning of Small Wineries in Québec, Canada*, „International Journal of Wine Business Research”, Vol. 32, No. 2, 2020.
48. Potrykus M., *Diamenty jako przykład inwestycji alternatywnej*, „Nauki o Finansach. Financial Sciences”, nr 2 (23), 2015.
49. Potrykus M., *Złote monety bulionowe – testowanie pasywnego charakteru inwestycji*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1 (79), 2016.
50. Prusak B., *Monety kolekcjonerskie jako przykład inwestycji alternatywnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 93, 2009.
51. Skarpaas O., Certain G., Nybø S., *The Norwegian Nature Index – Conceptual Framework and Methodology*, „Norsk Geografisk Tidsskrift – Norwegian Journal of Geography”, Vol. 66, No. 5, 2012.
52. Sokołowska E., *Strategia long/short equity w działalności funduszy hedgingowych*, w: „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Ekonomia”, nr 38 (388), 2008.
53. Sroczyńska-Baron A., *Efektywność aukcji internetowych dotyczących monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 297, 2016.
54. Suchodolski S., *Początki polskiego mennictwa w świetle najnowszych badań*, „Slavia Antiqua”, nr 60, 2019.
55. Suchodolski S., *Spór o początki mennictwa w Czechach i Polsce*, „Wiadomości Numizmatyczne”, nr 42, 1998.
56. Śpiewak T., *Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce – szanse i zagrożenia dla zintegrowanego rozwoju*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 4 (57), 2017.

57. Terlecki W., *Moneta zabytkowa*, „Ochrona Zabytków”, t. 10, nr 2 (37), 1957.
58. Terlecki W., *Tabela stanu monet*, „Biuletyn Numizmatyczny”, nr 2, 1965.
59. Wang X., Li K., Wu J., *House Price Index Based on Online Listing Information: The Case of China*, „Journal of Housing Economics”, Vol. 50, No. 4, 2020.
60. Widz E., *Wykorzystanie kontraktów futures do zabezpieczenia ekspozycji na ryzyko walutowe*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia”, nr 1 (44), 2012.
61. Wieprow J., *Rynek inwestycji emocjonalnych w Polsce*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 2 (92), 2018.
62. Witkiewicz T., *Podstawowe problemy rynku monet kolekcjonerskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 15, 2009.
63. Xiao J.J, Anderson J.G., *Hierarchical Financial Needs Reflected by Household Financial Asset Shares*, „Journal of Family and Economic Issues”, Vol. 18, No. 4, 1997.

Akty prawne

1. Uchwała nr 43/2013 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 5 grudnia 2013 r. w sprawie warunków i zasad sprzedaży przez Narodowy Bank Polski monet, banknotów i numizmatów przeznaczonych na cele kolekcjonerskie oraz na inne cele.
2. Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z dnia 27 maja 2004 r., Dz. U. 2004, nr 146, poz. 1546.
3. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005, nr 183 poz. 1538.

Netografia

1. https://alternatywne.pl/ [dostęp 15.10.2021].
2. https://www.anacs.com/ [dostęp 16.03.2021].
3. https://aukcjamonet.pl/ [dostęp 29.08.2021].
4. https://biznes.interia.pl/gieldy/aktualnosci/news-alkohole-nie-tylko-do-picia,nId,4141959 [dostęp 28.12.2019].
5. https://biznes.interia.pl/gospodarka/news-kto-zaplacze-pierwszy,nId,3599759 [dostęp 22.03.202].
6. https://biznes.newseria.pl/news/inwestycje-w-sztuke-bija,p1127643458 [dostęp18.12.2019].

7. Brown R. A., *Rare Coins: A Distinct and Attractive Asset Class*, s. 1, http://www.usrarecoininvestments.com/coin_articles/rare_coins2.htm [dostęp 4.08.2021].
8. Chądzyński M., *NBP będzie sprzedawał monety kolekcjonerskie na aukcji internetowej*, https://forsal.pl/artykuly/367836,nbp-bedzie-sprzedawal-monety-kolekcjonerskie-na-aukcji-internetowej.html.amp [dostęp 17.06.2020].
9. https://www2.colliers.com/pl-PL/Research/Raport-Roczny-Market-Insights-2019 [dostęp 17.11.2019].
10. Crouch G., *The Rare-Coin Business Feels a New Tarnish*, „Los Angeles Times", 2.09.1990, https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1990-09-02-fi-2027-story.html [dostęp 5.08.2021].
11. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/Consumer_and_Industrial_Products/Global-Powers-of-Luxury-Goods-abril-2019.pdf [dostęp 16.12.2019].
12. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Finance/gx-fsi-art-finance-report-2014.pdf [dostęp 28.08.2021].
13. http://dgggrading.pl/ [dostęp 16.03.2021].
14. https://eccgrading.pl/ [dostęp 16.03.2021].
15. https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/teimf050 [dostęp 15.10.201].
16. https://e-prawnik.pl/interpretacje-podatkowe/itpb14511-85315ak.html [dostęp 14.02.2022].
17. https://www.forbes.pl/auto/rosnie-rynek-samochodow-kolekcjonerskich-w-polsce/1fq9k19 [dostęp 31.12.2019].
18. Gomori P., *The Economics of Art. and Auctions: The Case of Coin Collecting*, s.2, http://roshankhaneh.net/wp-content/uploads/2019/03/2-315.pdf [dostęp 4.08.2021].
19. https://www.gpw.pl/archiwum-notowan [dostęp 15.10.2021].
20. http://grading.ksngibon.pl/ [dostęp 16.03.2021].
21. Hajdamowicz A., *Inwestorzy indywidulani uciekają z GPW*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Inwestorzy-indywidualni-uciekaja-z-GPW-7645390.html [dostęp 22.10.2019].
22. https://home.kpmg/pl/pl/home/insights/2018/12/raport-rynek-dobr-luksusowych-w-polsce-edycja-2018.html [dostęp 16.12.2019].
23. https://www.icgcoin.com/ [dostęp 16.03.2021].
24. https://www.inwestors.pl [dostęp 10.11.2019].

25. Knaus G., *Investing in Rare Coins, Finding the Emperor's Clothes*, Numismatic Investments Corporations, 2006, http://www.coinforum.com/uploads/investing-coins.pdf [dostęp 5.08.2021].
26. http://www.kochamantyki.pl/kalendarium/caloroczne-kalendarium-gield.html [dostęp 07.03.2021].
27. Kozicka-Puch A., *Nie wszystko złoto*, http://biznes.onet.pl/nie-wszystko-zloto/k938r [dostęp 07.02.2021].
28. Litwiniuk A., *Najdroższe numizmaty Polski, 2016,* https://www.katalogmonet.pl/Monety-polskie/Najdro%C5%BCsze-Polskie-Numizmaty-kompednium-wiedzy-tom-I [dostęp 29.08.2021].
29. Ludwiczak P., *Rynek mieszkaniowy w Polsce*, Michael/Ström Investments, 2017, https://michaelstrom.pl/files/raporty_i_analizy/raporty/Rynek_mieszkaniowy_w_Polsce_20170629.pdf [dostęp 13.05.2021].
30. Melnyk Y., *Dzieło sztuki jako obiekt inwestycji alternatywnych*, http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/13399/1/melnyk%201.pdf [dostęp 18.12.2019].
31. Miliszkiewicz J., *Monety są lepszą inwestycją niż obrazy*, https://pieniadze.rp.pl/inwestycje/alternatywne/18460-inwestowanie-w-monety [dostęp 7.03.2021].
32. https://www.ngccoin.com/ [dostęp 16.03.2021].
33. https://www.nieruchomosci-online.pl/porady/house-flipping-polsce-6807.html [dostęp 17.11.2019].
34. www.numimarket.pl [dostęp 07.03.2021].
35. https://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/DE87719849 [dostęp 14.02.2022].
36. https://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/F19ACA9E80 [dostęp 14.02.2022].
37. https://www.pcgs.com/ [dostęp 16.03.2021].
38. Pałka Ł., *Rynek forex w Polsce. Brokerzy ujawniają zyski i straty klientów*, https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/forex-brokerzy-knf-straty-klientow,231,0,2164967.html [dostęp 22.10.2019].
39. Pieńkowski R., *Stan zachowania monet,* https://www.nbportal.pl/wiedza/numizmatyka/vademecum-kolekcjonera/stan-zachowania/stan-zachowania-monet [dostęp 12.03.2021].
40. https://www.portalnumizmatyczny.pl/ [dostęp 15.10.2021].

41. Redo M., *Grading – Charakterystyka Systemów Gradingujących cz. 2*, http://omonetach.pl/aktualnosci/6/2940/grading-charakterystyka-systemoacute-w-gradingujacych-cz-2 [dostęp 16.02.2021].
42. https://rentier.io/blog/mieszkanie-na-flip [dostęp 17.11.2019].
43. https://www.rp.pl/Komercyjne/310219950-Miliardy-plyna-na-rynek-nieruchomosci-komercyjnych.html [dostęp 17.11.2019].
44. http://www.russellbedford.pl/aktualnosci/zmiany-w-podatkach/item/652-nsa-kolekcjonerzy-rowniez-placa-vat.html [dostęp 14.02.2022].
45. Ryba J., *Inwestycje alternatywne. Badanie inwestorów 2012 r.*, https://www.bankier.pl/static/att/90000/2542590_RAPORT.pdf [dostęp 22.10.2019].
46. Sądej M., *Działalność gospodarcza polegająca na handlu w Internecie banknotami i monetami kolekcjonerskimi*, https://www.spolkowy.pl/dzialalnosc-gospodarcza-polegajaca-na-handlu-w-internecie-banknotami-i-monetami-kolekcjonerskimi,701,p.html [dostęp 14.02.2022].
47. http://www.sii.org.pl/static/img/004235/RaportOBI2010m.pdf [dostęp 29.08.2021].
48. https://www.sixbid.com/en [dostęp 7.03.2021].
49. Skupin I., *Stopinie rzadkości monet*, https://numizmatyczny.com/skala-rzadkosci-monet [dostęp 29.05.2021].
50. Skwirowski, P. *Czy NBP rozłoży na łopatki numizmatykę*?, https://www.rp.pl/Finanse/302269911-Czy-NBP-rozlozy-na-lopatki-numizmatyke.html [dostęp 17.06.2020].
51. Słomski D., *Ubywa graczy na warszawskiej giełdzie. Brakuje świeżej krwi*, https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/rachunki-maklerskie-gielda-inwestorzy,174,0,2402478.html [dostęp 22.10.2019].
52. Suchta A., Wyprzedaż kolekcji – opodatkowanie VAT i PIT, https://ksiegowosc.infor.pl/podatki/podatki-osobiste/pit/715136,Wyprzedaz-kolekcji-opodatkowanie-VAT-i-PIT.html [dostęp 14.02.2022].
53. https://wcn.pl/auctions [dostęp 29.08.2021].
54. Wojciechowski J., *Rynek giełdowych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce. Rys historyczny, stan obecny i perspektywy*, http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyroznione_prace/wojciechowski_jakub.pdf [dostęp 31.01.2022].

55. Wrotniak M., *13 ostrzeżeń dla inwestujących w nieruchomości… od deweloperów*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/13-ostrzezen-dla-inwestujacych-w-nieruchomosci-od-deweloperow-7759385.html [dostęp 17.11.2019].
56. Ziomek W., *Afera W. Investments. Jeden z najbogatszych Polaków aresztowany*, https://www.money.pl/gospodarka/afera-w-investments-jeden-z-najbogatszych-polakow-aresztowany-6356926398793345a.html [dostęp 17.11.2019].

Inne

1. Dziadura T., *Aspekty podatkowe kolekcjonerstwa*, Sesja numizmatyczna Gabinetu Numizmatycznego Damiana Marciniaka, Warszawa 2018.
2. *Dzieje złotego,* „Magazyn Centrum Pieniądza NBP im. Sławomira Skrzypka”, Departament Edukacji i Wydawnictw, Warszawa 2018.
3. *Poznaj fascynujący świat pieniądza*, Centrum Pieniądza NBP im. Sławomira Skrzypka, Warszawa 2018.

Spis tabel

Tabela 1. Inwestycje alternatywne – podział według M. Mikity i W. Pełki 24
Tabela 2. Inwestycje alternatywne – podział według E. Ostrowskiej 25
Tabela 3. Inwestycje tradycyjne oraz nowoczesne – podział według K. Gabryelczyk, Macieja Kurka, Marty Nowak oraz Anny Pacanowskiej 26
Tabela 4. System monetarny Stanisława Augusta Poniatowskiego 85
Tabela 5. Monety czasów zaborów..... 87
Tabela 6. Produkcja monet II RP w zagranicznych mennicach 92
Tabela 7. Podstawowe terminy numizmatyczne..... 110
Tabela 8. Skala rzadkości monet według E. Hutten-Czapskiego 112
Tabela 9. Przykłady polskich klasyfikacji stanu zachowania monet..... 113
Tabela 10. Skala stanu zachowania monet Sheldona 116
Tabela 11. Aukcje numizmatyczne w latach 1995–2018 133
Tabela 12. Dobór próby badawczej według stanów zachowania 137
Tabela 13. Podział podokresów (kategorii numizmatycznych) według domów aukcyjnych. 138
Tabela 14. Autorski podział kategorii numizmatycznych 140
Tabela 15. Przykładowe notowania monet wchodzących w skład Indeksu PIN..... 145
Tabela 16. Liczba aukcji zorganizowanych przez specjalistyczne domy aukcyjne w latach 1995–2018 . 152
Tabela 17. Wolumen rocznych obrotów na podstawie łącznych obrotów z aukcji..... 159
Tabela 18. Wolumen aukcji numizmatycznych w latach 1995–2018 160
Tabela 19. Obrót aukcyjny – ANPN/ANMN w latach 1995–2018..... 161
Tabela 20. Obrót aukcyjny – Hobbista w latach 1995–2018..... 161
Tabela 21. Obrót aukcyjny – WCN w latach 1995–2018..... 162
Tabela 22. Obrót aukcyjny – GNMD w latach 1995–2018..... 162
Tabela 23. Udział domów aukcyjnych w łącznym wolumenie w latach 1995–2018..... 163
Tabela 24. Łączny wolumen aukcji w latach 1995–2018 z podziałem na podokresy numizmatyczne 164
Tabela 25. Procentowy udział wybranych kategorii numizmatycznych w badanym okresie 165
Tabela 26. Typy monet dobrane do próby z podziałem na kategorie numizmatyczne..... 166
Tabela 27. Ceny monet w zależności od oceny firmy gradingowej 173

Spis wykresów

Wykres 1. Liczba profesjonalnych aukcji numizmatycznych (2014–2018)..... 122
Wykres 2. Struktura obrotu – aukcja ANMN z dn. 21.01.2012 147
Wykres 3. Struktura obrotu – aukcja PDA/PGN z dn. 7.04.2001 148
Wykres 4. Struktura obrotu – aukcja GGN z dn. 18.02.1995..... 148
Wykres 5. Struktura obrotu – aukcja PTN z dn. 8.11.1997..... 149
Wykres 6. Struktura obrotu – aukcja SNMW z dn. 15.09.2018..... 149
Wykres 7. Struktura obrotu – aukcja WCN z dn. 9.06.2001 154
Wykres 8. Struktura obrotu – aukcja GGN z dn. 12.04.1997..... 154
Wykres 9. Struktura obrotu – aukcja PTN z dn. 20.11.2004..... 155
Wykres 10. Struktura obrotu – aukcja PDN/PGN z dn. 17.04.2010 155
Wykres 11. Struktura obrotu – aukcja MM WCN z dn. 25.10.2002..... 156
Wykres 12. Struktura obrotu – aukcja Hobbista z dn. 6.11.2005..... 156
Wykres 13. Struktura obrotu – aukcja GCN/OGN z dn. 3.10.2004 157
Wykres 14. Struktura obrotu – aukcja KW z dn. 24.10.2009..... 157
Wykres 15. Struktura obrotu – aukcja WDA/MiM z dn. 29.09.2018..... 158
Wykres 16. Struktura obrotu – aukcja ANMN z dn. 21.10.2017 158
Wykres 17. Wolumen aukcji numizmatycznych w latach 1995–2018..... 160
Wykres 18. Łączny wolumen aukcji w latach 1995–2018 z podziałem na podokresy numizmatyczne 164
Wykres 19. Polski Indeks Numizmatyczny w latach 1995–2018 169
Wykres 20. Stopy zwrotu z inwestycji w WIG w latach 1996–2018..... 175
Wykres 21. Roczne stopy zwrotu z inwestycji w PIN w latach 1996–2018 175
Wykres 22. Stopy zwrotu z inwestycji w państwowe obligacje 10-letnie w latach 1999–2018.... 176
Wykres 23. Porównanie stóp zwrotu z inwestycji w Polski Indeks Numizmatyczny oraz w inwestycje klasyczne – akcje 177
Wykres 24. Porównanie stóp zwrotu z inwestycji w Polski Indeks Numizmatyczny oraz w inwestycje klasyczne – obligacje 177
Wykres 25. Liczba profesjonalnych aukcji numizmatycznych w latach 2014–2020..... 188

Spis schematów

Schemat 1. Procedura badawcza 14
Schemat 2. Autorska klasyfikacja inwestycji 29
Schemat 3. Współczesne kanały dystrybucji numizmatów 117
Schemat 4. Procedura badawcza badań własnych 130
Schemat 5. Przedmiot obrotu na aukcjach numizmatycznych 132

Spis załączników

Załącznik 1. Formularz wywiadu częściowo ustrukturyzowanego z właścicielami domów aukcyjnych 225
Załącznik 2. Zestawienia obrotów na poszczególnych aukcjach numizmatycznych ..... wersja elektroniczna
Załącznik 3. Zestawienie obrotów domów aukcyjnych..... wersja elektroniczna

Załącznik 1. Formularz wywiadu częściowo ustrukturyzowanego z właścicielami domów aukcyjnych

1. Jakie były początki aktywności Pana domu aukcyjnego na rynku numizmatycznym?
2. Kto w tym czasie był konkurencją dla Pana domu aukcyjnego?
3. Jak ocenia Pan organizację rynku aukcyjnego w latach 1990–2000?
4. Jaka jest Pana specjalizacja w zakresie numizmatyki?
5. Czy może Pan scharakteryzować podstawowe grupy klientów i czy podlegały one zmianom w czasie?
6. Jak w Pana ocenie przebiegał rozwój i kryzys sprzedaży monet za pośrednictwem Internetu?
7. Kto jest obecnie konkurencją dla Pana domu aukcyjnego? Jak w Pana ocenie wygląda ekspansja domów aukcyjnych?
8. Czy na rynku są obecni typowi inwestorzy (osoby nietraktujące numizmatyki jako pasji)?
9. Czy na rynku obecne są fundusze inwestycyjne?
10. Jak Pan ocenia perspektywy poszczególnych kategorii numizmatycznych z uwzględnieniem zainteresowania inwestorów, wolumenu oraz cen?
11. Jaka przyszłość czeka obrót monetami PRL i III RP?
12. Jak przebiegała ewolucja kanałów dystrybucji numizmatów?
13. Jakie możliwości handlu elektronicznego posiadają obecnie domy aukcyjne?
14. Falsyfikaty – skąd pochodzą i jaka jest skala ich obecności na rynku numizmatycznym?
15. Czy odkrycia skarbów monet wpływają na ceny numizmatów?
16. Jak Pan ocenia udział klientów zagranicznych w zakupach polskich monet?
17. Jak Pan ocenia wagę wiedzy i literatury w inwestowaniu w numizmaty?
18. Jaką rolę w ewolucji rynku numizmatycznego pełni grading monet?