

Natalia Iwaszczuk

Michał Brożyna

Wybrane rodzaje ryzyka  
operacji rynkowych –  
aspekty ekonomiczne i prawne



WYDAWNICTWA AGH  
KRAKÓW 2022

Natalia **Iwaszczuk**

Michał **Brożyna**

Wybrane rodzaje ryzyka  
operacji rynkowych –  
aspekty ekonomiczne i prawne



WYDAWNICTWA AGH  
KRAKÓW 2022

Wydawnictwa Akademii Górniczo-Hutniczej im. Stanisława Staszica w Krakowie

© Wydawnictwa AGH, Kraków 2022

ISBN 978-83-67427-13-5

e-ISBN 978-83-67427-12-8

Dyrektor Wydawnictw AGH: *Jan Sas*

Komitet Naukowy Wydawnictw AGH:

*Marek Gorgoń* (przewodniczący)

*Barbara Gąciarz*

*Elżbieta Pamuła*

*Bogdan Sapiński*

*Stanisław Stryczek*

*Tadeusz Telejko*

Afiliacja autorów

*AGH Akademia Górniczo-Hutnicza*

Recenzenci:

*dr hab. Janusz Molis*

*dr hab. inż. Agnieszka Generowicz, prof. PK*

Redakcja: *Monika Filipek*

Skład komputerowy: *MarDruk, Marcin Herzog*

e-mail: *biuro@mardruk.pl*

Projekt okładki i strony tytułowej: *Alicja Pronobis*

---

Wydawnictwa AGH

al. A. Mickiewicza 30, 30-059 Kraków

tel. 12 617 32 28, 12 636 40 38

e-mail: *redakcja@wydawnictwoagh.pl*

*www.wydawnictwo.agh.edu.pl*

---

## Spis treści

Wprowadzenie .....	7
<b>Część I</b>	
<b>Ryzyko w działalności gospodarczej.....</b>	<b>9</b>
Rozdział 1	
Istota i rodzaje ryzyka gospodarczego .....	11
1.1. Niebezpieczeństwo, niepewność, ryzyko .....	11
1.2. Źródła, czynniki i rodzaje ryzyka .....	13
1.3. Klasyfikacje ryzyka .....	17
<b>Część II</b>	
<b>Ryzyko inwestycyjne – aspekty ekonomiczne .....</b>	<b>21</b>
Rozdział 2	
Ryzyko inwestycji w instrumenty rynku kapitałowego.....	23
2.1. Inwestycje we współczesnej gospodarce.....	23
2.1.1. Czym są inwestycje? .....	23
2.1.2. Na czym polega inwestowanie? .....	29
2.1.3. Kto może być inwestorem? .....	30
2.2. Definicje i rodzaje ryzyka inwestycyjnego.....	33
2.2.1. Istota ryzyka inwestycyjnego .....	33
2.2.2. Rodzaje ryzyka inwestycyjnego.....	35
2.3. Identyfikacja rodzajów ryzyka przy inwestycjach kapitałowych .....	37
2.3.1. Ryzyko inwestycji w dłużne papiery wartościowe .....	38
2.3.2. Ryzyko inwestycji w udziałowe papiery wartościowe.....	44
Rozdział 3	
Ryzyko inwestycji w obiekty budowlane na przykładzie nieruchomości mieszkaniowych.....	49
3.1. Inwestycje w obiekty budowlane.....	49
3.2. Inwestowanie na rynku nieruchomości .....	50

3.2.1. Instytucjonalny model rynku nieruchomości .....	50
3.2.2. Cechy rynku nieruchomości .....	52
3.2.3. Opłacalność inwestycji w nieruchomości .....	53
3.3. Obszary występowania ryzyka w projektach budowlanych .....	54
3.4. Identyfikacja czynników ryzyka .....	56
3.5. Rodzaje ryzyka w deweloperskiej inwestycji budowlanej .....	58
3.6. Specyfika identyfikacji czynników ryzyka inwestycji mieszkaniowej .....	63
3.7. Inwestowanie w nieruchomości a inwestycje na rynku kapitałowym .....	69

### **Część III**

<b>Ryzyko prawne – wybrane aspekty .....</b>	<b>71</b>
--	-----------

#### Rozdział 4

Ryzyko budowania marki na przykładzie wykorzystania nazwiska jako znaku towarowego .....	73
--	----

4.1. Wstęp .....	73
4.2. Zasady rejestracji znaków towarowych .....	75
4.2.1. Definicja znaku towarowego .....	75
4.2.2. Przeszkody rejestracyjne .....	76
4.3. Ryzyka związane z rejestracją nazwiska jako znaku towarowego .....	78
4.3.1. Zasada ogólna .....	78
4.3.2. Ryzyko braku dystynktywności oraz prawa pierwszeństwa osób trzecich .....	79
4.3.3. Ryzyko naruszenia dóbr osobistych osób trzecich .....	80
4.3.4. Ryzyko wprowadzenia w błąd .....	88
4.3.5. Ryzyko rozmycia znaku towarowego .....	90
4.3.6. Ryzyko cofnięcia zgody na wykorzystanie nazwiska w znaku towarowym .....	92
4.4. Możliwe strategie minimalizowania ryzyka .....	93
4.4.1. Dodatki słowne do nazwiska .....	93
4.4.2. Dodanie przedrostka .....	95
4.4.3. Dodawanie nazwy fantazyjnej .....	95
4.4.4. Dodatki graficzne .....	95
4.4.5. Ochrona przed cofnięciem zgody oraz zakres zgody .....	96
4.5. Wnioski .....	97

#### Rozdział 5

Ryzyko przedsiębiorcy związane z wykonaniem konsumenckiego prawa do odwołania umowy .....	99
---	----

5.1. Wstęp .....	99
5.2. Odwołanie umowy jako niepewność prawna .....	101
5.3. Konsumenckie prawo do odwołania umowy jako ryzyko .....	105
5.3.1. Umowy konsumenckie .....	105
5.3.2. Status konsumenta .....	107

5.3.3. Przedsiębiorca na prawach konsumenta.....	108
5.3.4. Ustawowe przypadki przysługiwania konsumenckiego prawa do odwołania umowy .....	109
5.3.5. Treść i sposób wykonania prawa.....	110
5.3.6. Skutki odwołania umowy.....	113
5.4. Wnioski.....	117
Lista skrótów.....	119
Bibliografia .....	121



# WPROWADZENIE

Niepewność i ryzyko odgrywają bardzo ważną rolę w działalności gospodarczej, ponieważ prowadzą do sprzeczności między zaplanowanym a rzeczywistym. Ryzyko jest nieodłącznym elementem podejmowania decyzji dotyczących działalności gospodarczej, ze względu na niepewność warunków otoczenia zewnętrznego, w jakim podmiot funkcjonuje. Wynika ono z niemożności uzyskania pełnych i precyzyjnych informacji o przyszłym stanie środowiska, w którym będą wprowadzane w życie podjęte obecnie decyzje. Informacje te dotyczą wszystkich istniejących lub potencjalnych czynników, zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Istnieje zatem nieunikniona niepewność, której konsekwencją jest i będzie niezerowe ryzyko rozumiane jako zagrożenie lub niebezpieczeństwo. Należy jednak podkreślić, że sytuacja ryzyka różni się jakościowo od sytuacji niepewności, ostatnia bowiem charakteryzuje się tym, że w zasadzie nie ma możliwości ustalenia prawdopodobieństwa wystąpienia skutków podejmowanych decyzji lub pojawiających się zdarzeń. Ryzyko w kontekście działalności gospodarczej jest natomiast charakteryzowane przez dwa główne parametry – prawdopodobieństwo wystąpienia oraz skutki odbiegające od zaplanowanych wartości. Skutki zdarzeń mogą mieć charakter zarówno negatywny, jak i pozytywny, jednak zarządzanie ryzykiem gospodarczym skupia się głównie na skutkach negatywnych, które mogą zagrozić ciągłości działania przedsiębiorstwa lub nawet doprowadzić do jego upadłości.

Choć ryzyko było wielokrotnie przedmiotem badań, nadal wymaga uwagi zarówno ze strony praktyków, jak i naukowców. Niestety przez długi czas kategoria ta nie była traktowana jako przedmiot badań teoretycznych, a dotyczyła jedynie praktyki. W ostatnich dekadach sytuacja zaczęła się zmieniać: zaczęto temu tematowi poświęcać uwagę, a wraz z początkiem reform gospodarczych stał się przedmiotem badań należących do kategorii ekonomicznej „ryzyko gospodarcze” (nazywane często ekonomicznym lub biznesowym). Określa ono kierunki kształtowania się systemu zarządzania ryzykiem w obszarze przedsiębiorczości (biznesu).

Proponowaną Czytelnikowi monografię można podzielić na trzy części. Pierwsza z nich (rozdział 1) przybliży ogólne pojęcia i zagadnienia związane z ryzykiem prowadzenia działalności gospodarczej. Druga (rozdziały 2 i 3) skupia się na dwóch rodzajach ryzyka inwestycyjnego (inwestycji w instrumenty finansowe i materialne) i analizuje je pod kątem ekonomicznych aspektów ryzyka. W rozdziale 2 omówiono rolę inwestycji w kształtowaniu rozwoju gospodarczego oraz specyfikę ryzyka inwestycyjnego. Przeprowadzono identyfikację czynników ryzyka przy inwestycjach kapitałowych, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji w obligacje i akcje. Z kolei rozdział 3 poświęcono zagadnieniu inwestycji w nieruchomości oraz obszarom ryzyka



projektów budowlanych. Zidentyfikowano czynniki i rodzaje ryzyka towarzyszące deweloperskiej inwestycji mieszkaniowej. Dokonano też porównania inwestycji w nieruchomości z inwestycjami na rynku kapitałowym.

W trzeciej części (rozdziały 4 i 5) z perspektywy prawnej przedstawiono dwa rodzaje ryzyka przedsiębiorcy – związane z budowaniem marki i wykonaniem konsumenckiego prawa do odwołania umowy. Przedmiotem rozdziału 4 jest omówienie zagadnienia wykorzystania nazwiska jako znaku towarowego dla firmy. Przedstawiono w nim nie tylko prawne uwarunkowania rejestracji nazwiska jako znaku towarowego, ale także wskazano na zagrożenia płynące z przyjęcia takiej strategii budowania własnej marki. W szczególności skupiono uwagę na problemie konfliktu z osobami, które mają takie samo nazwisko, jakie zostało użyte do stworzenia znaku towarowego, oraz na przypadkach konfliktu z osobami znanymi. Z kolei rozdział 5 poświęcono omówieniu przysługującego konsumentowi prawa do odwołania umowy bez podawania przyczyny. Przedmiotowe prawo pozwala konsumentowi na swobodne zerwanie umowy bez ponoszenia konsekwencji prawnych lub ekonomicznych, a przysługuje mu m.in. w przypadku umów zawieranych z wykorzystaniem Internetu. Takie uprawnienie oznacza dla przedsiębiorcy istotne ryzyko w prowadzonej przez niego działalności gospodarczej, tym bardziej że wszelkie konsekwencje i koszty wykonania przez konsumenta prawa do odwołania umowy obciążają przedsiębiorcę. Ryzyko skorzystania z tego prawa oraz wysokość kosztów dla przedsiębiorcy zwielokrotnia się, w sytuacji gdy wykonuje on w nienależyty sposób obowiązki informacyjne względem konsumenta. W najgorszym przypadku konsumentowi może przysługiwać nawet bezterminowe prawo do odwołania umowy, co dla przedsiębiorcy oznacza nieograniczoną w czasie niepewność odnośnie do związania umową, np. kredytodawca nawet wiele lat po spłaceniu kredytu przez konsumenta może obawiać się odwołania umowy kredytowej oraz konieczności zwrotu pobranych odsetek.

Celem monografii było zebranie wiedzy teoretycznej i praktycznej, więc może być przydatna dla studentów, młodych naukowców, słuchaczy studiów podyplomowych, ale także praktyków gospodarczych. Monografia może posłużyć jako podstawa do tworzenia własnych strategii zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie.

**CZĘŚĆ I**  
**RYZYO**  
**W DZIAŁALNOŚCI**  
**GOSPODARCZEJ**



## Rozdział 1

# ISTOTA I RODZAJE RYZYKA GOSPODARCZEGO

### 1.1. Niebezpieczeństwo, niepewność, ryzyko

Niebezpieczeństwo, niepewność i ryzyko są pojęciami często używanymi w kontekście analizy bieżącej i przyszłej działalności gospodarczej. Mimo często podobnych skutków należy rozróżniać te trzy pojęcia.

**Niebezpieczeństwo** można rozumieć jako sytuację zagrożenia życia, zdrowia, mienia, środowiska, nietykalności osobistej itd. Jeśli chodzi o zdrowie i bezpieczeństwo, niebezpieczeństwo można rozumieć jako stan, który może potencjalnie spowodować fizyczne uszkodzenia lub konsekwencje dla zdrowia (lub życia) ludzi. Przedsiębiorstwa, środowisko i społeczeństwo także stoją w obliczu niebezpieczeństw, za które można uznać każdy czynnik, który może mieć wpływ na pomyślność zamierzeń i planów. Większość z tych czynników ma charakter potencjalny lub ukryty. W przypadku ich materializacji lub oddziaływania często dochodzi do sytuacji kryzysowych. Sytuacja niebezpieczna, która zaczęła oddziaływać, staje się przyczyną niepomyślnego zdarzenia, wypadku lub katastrofy (Teixeira i in. 2011).

**Niepewność** odnosi się do możliwości wystąpienia zdarzenia, o którym niewiele wiadomo i które jest trudno przewidzieć. Do przyczyn niepewności można zaliczyć m.in. brak dostępu do informacji; nieprawdziwe lub zniekształcone informacje; procesy zachodzące zarówno na rynku krajowym, jak i globalnym; zmiany w otoczeniu regulacyjno-prawnym; powtarzające się kryzysy ekonomiczne; zmiany klimatyczne; nasilające się konflikty i wojny w różnych częściach świata itp.

Niebezpieczeństwa związane z niepewnością występują stale i wszędzie, zatem można powiedzieć, że niepewność jest funkcją czasu i informacji. Natomiast ryzyko jest funkcją tej części niepewności, którą można określić prawdopodobieństwem zaistnienia zdarzenia. Według Pfeffera ryzyko jest stanem świata, a niepewność jest stanem umysłu (Pfeffer 1956, s. 42).

**Ryzyko** ma dwie strony – pozytywną i negatywną. Pozytywna przejawia się w pojawiających się szansach, które mogą przynieść wymierne korzyści w przyszłości, natomiast negatywna dotyczy niebezpieczeństw (zagrożeń), które mogą przynieść straty. Relacje zachodzące między pojęciami ryzyka i niepewności jako jeden z pierwszych opisywał Willet, który stwierdził, że ryzyko jest zjawiskiem skorelowanym z niepewnością wystąpienia niepożądanego zdarzenia i zmienia się wraz z nią, a nie ze stopniem prawdopodobieństwa (Willet 1951, s. 6). Według Knighta warunki ryzyka istnieją wtedy, gdy każde nasze działanie prowadzi do jednego wyniku z pewnego

określonego zbioru wyników, przy czym jest znane prawdopodobieństwo zajścia każdego z nich. Warunki niepewności zachodzą natomiast, jeżeli jedno lub obydwa działania mają jako wynik zbiór określonych możliwych wyników, których prawdopodobieństwa są zupełnie nieznanne lub niemożliwe do poznania (Knight 1967).

Ryzyko jest wszechobecne we wszystkich ludzkich działaniach. Istnieje wiele teorii dotyczących pochodzenia tego terminu. Wskazuje się, że wywodzi się on od łacińskiego słowa *risicare*, co oznacza „omijać coś” lub „odważyć się”. W języku perskim *rozi(k)* oznacza „los”, w języku arabskim *risq* to „dopust boży”. W językach francuskim i hiszpańskim *arisco* oznacza „odwagę” i „niebezpieczeństwo” w jednym. W języku łacińskim słowo *ris(i)* oznacza „ostrą rażę”, o którą mógł się rozbić statek, a zatem ryzyko wiązano bezpośrednio z zagrożeniem w handlu zamorskim. Według Bernsteina termin „ryzyko” pochodzi od staro włoskiego *risicane*, oznaczającego „odważyć się, ośmielić, stawić czoło”. W tym kontekście ryzyko rozumiane jest jako wybór, a nie jako nieuchronne przeznaczenie (Bernstein 1997). W języku greckim źródeł tego terminu poszukuje się w słowie *rhize*, które oznacza „opłynięcie przyłądka”, czyli śmiały czyn. W języku łacińskim słowo *risicum* oznacza „szansę, prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia pozytywnego lub negatywnego, sukcesu lub porażki” (Nahotko 2001, s. 37).

W literaturze naukowej nie ma jednej spójnej definicji ryzyka, która byłaby powszechnie używana. Słownik języka polskiego (*Słownik...* 2007) określa ryzyko jako „możliwość, prawdopodobieństwo, że coś się nie uda, przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznan, niepewny, problematyczny”. Minc definiuje ryzyko jako możliwość powstania odchylenia od zamierzonych efektów, przy czym odchylenia podlegają prawu wielkich liczb, a więc mogą być przewidywalne za pomocą rachunku prawdopodobieństwa (Minc 1981, s. 20). Jajuga określa ryzyko jako możliwość uzyskania dochodu różniącego się od spodziewanego dochodu (Jajuga i in. 1998). Stępień uważa, że ryzyko – w aspekcie skutków jego wystąpienia – polega zarówno na możliwości poniesienia przez podmiot gospodarczy szkody majątkowej, tj. utraty (zniszczenia lub uszkodzenia) poszczególnych składników rzeczowych lub efektów (korzyści) finansowych, praw majątkowych, wreszcie majątku jako całości, jak i pojawieniu się (lub zwiększeniu już istniejącego) nowego dlań ciężaru ekonomicznego albo wystąpieniu szkody osobowej na skutek urzeczywistnienia się przyszłego zdarzenia losowego (Stępień B. 2004, s. 246).

Swoją definicję ryzyka podała też Międzynarodowa Organizacja Normalizacyjna (International Organization for Standardization, ISO)<sup>1</sup>, która określa ryzyko jako wpływ (pozytywny lub negatywny, postrzegany jako odchylenie od przyjętych oczekiwań) niepewności na realizację zdefiniowanych i przyjętych przez organizację celów. Ryzyko wyrażone jest jako kombinacja konsekwencji oraz prawdopodobieństwa wystąpienia potencjalnego zdarzenia (ISO 31000:2009, s. 1).

<sup>1</sup> Międzynarodowa Organizacja Normalizacyjna (International Organization for Standardization, ISO), która powstała w 1946 r., skupia ponad 160 członków – przedstawicieli narodowych komitetów normalizacyjnych. W ISO może być tylko jeden przedstawiciel danego kraju, a przedstawicielem Polski w tej organizacji jest Polski Komitet Normalizacyjny (PKN).

W większości powyższych definicji cechami (atrybutami) ryzyka są prawdopodobieństwo i strata. Pierwsza cecha związana jest z teorią prawdopodobieństwa i wywodzi się od Knighta (1921, s. 233), który mówił, że ryzyko oznacza możliwe odchylenie od stanów oczekiwanych, które daje się przewidzieć za pomocą rachunku prawdopodobieństwa, przy czym niepewność oznacza takie same odchylenia, których nie można przewidzieć ani skwalifikować (Kaczmarek 1999). Z kolei druga cecha ryzyka związana jest z teorią zarządzania ryzykiem, tzn. skupia się na możliwości poniesienia strat lub nieuzyskania założonego wyniku wskutek podjętych decyzji i działań.

Definicja ryzyka uwzględniająca zagrożenia i szanse oraz słabe i silne strony organizacji powinna obejmować również kwestię wiarygodności i zaufania. Po pierwsze dlatego, że zbyt duże zaufanie i związane z tym niedostateczne środki kontroli lub nieregularne ich stosowanie mogą sugerować brak zaangażowania lub profesjonalizmu, a tym samym obniżać wiarygodność organizacji. Po drugie ponieważ nadmierna nieufność może prowadzić do zwiększenia nakładów na środki kontrolne, co często pociąga za sobą spadek lojalności pracowników, a nawet próby działania na szkodę organizacji, takie jak wyciek informacji czy defraudacja. Ponadto dzięki zaufaniu (np. do przełożonego, kierownictwa, systemu) możemy uniknąć ponoszenia nieuzasadnionych kosztów (niewspółmiernych do poziomu ryzyka) wynikających z nadmiernej kontroli (Gasiński, Pijanowski 2011, s. 17).

Można więc powiedzieć, że niepewność i ryzyko w działalności przedsiębiorczej odgrywają bardzo ważną rolę, opisując sprzeczność między planowanym a rzeczywistym. Ryzyko jest obiektywnie nieuniknionym elementem podejmowania jakiegokolwiek decyzji gospodarczej ze względu na to, że niepewność jest nieuniknioną cechą warunków ekonomicznych. W momencie podejmowania decyzji nie zawsze jest możliwe uzyskanie pełnej i dokładnej wiedzy o jej skutkach, o wszystkich istniejących lub potencjalnie możliwych czynnikach wewnętrznych i zewnętrznych. Obiektywnie istnieje zatem nieunikniona niepewność, która pojawia się przy podejmowaniu decyzji, co prowadzi do tego, że ryzyko nigdy nie jest zerowe. Konsekwencją tego jest niepewność w osiągalności celu, a w wyniku wdrożenia wybranego rozwiązania zamierzony cel jest osiągany w mniejszym lub większym stopniu albo nie jest osiągany wcale. Należy podkreślić, że sytuacja ryzyka różni się jakościowo od sytuacji niepewności. Sytuacja niepewności charakteryzuje się tym, że w zasadzie nie ma możliwości ustalenia prawdopodobieństwa skutków decyzji lub zdarzeń (Iwaszczuk 2021, s. 13).

## 1.2. Źródła, czynniki i rodzaje ryzyka

Niebezpieczeństwo i niepewność będące źródłem wielu rodzajów ryzyka są nieodłączną częścią działalności gospodarczej i prawem gospodarczym. Ryzyko jako element procesu gospodarczego wynika z ograniczoności dostępu do informacji i czynników wytwórczych (surowców, materiałów, energii, kapitału finansowego, zasobów ludzkich). Zdecydowana większość przedsiębiorców nieustannie napotyka w swojej działalności różne niebezpieczeństwa zwiększające ogólny poziom ryzyka. Dotyczy to wszystkich sfer działalności gospodarczej – produkcji, handlu i usług.

Źródła ryzyka mogą być powiązane z wieloma czynnikami, które można klasyfikować według różnych kryteriów. W ujęciu teorii ekonomii czynniki te można podzielić na:

- makroekonomiczne – warunkujące ogólne warunki gospodarowania w kraju;
- mikroekonomiczne – specyficzne uwarunkowania branżowe;
- wewnętrzne – organizacyjne, prawne i finansowe.

Pierwsze dwie grupy czynników pochodzą z otoczenia podmiotu gospodarczego, więc można je nazwać zewnętrznymi. Natomiast czynniki charakteryzujące wewnętrzne działania organizacji mają charakter wewnętrzny. Do czynników wewnętrznych można zatem zaliczyć koszty produkcji, wielkość sprzedaży, stopę zysku, szybkość obrotu kapitału, jakość towarów, robót i usług, system zarządzania przedsiębiorstwem, wielkość kapitału intelektualnego itd.

Wśród wewnętrznych czynników ryzyka można wyróżnić kilka grup obejmujących czynniki organizacyjne, prawne i finansowe. Organizacyjne czynniki ryzyka wiążą się ze sposobem prowadzenia działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, wdrożonymi procesami i stosowanymi rozwiązaniami technologicznymi, uzależnieniem od kluczowych pracowników itd. Prawne czynniki ryzyka związane są z możliwością działań niezgodnych z przepisami. Finansowe czynniki ryzyka wynikają przede wszystkim ze struktury finansowania przedsiębiorstwa (dźwignia finansowa), sposobu rozliczania z kontrahentami (płynność finansowa) oraz sposobu zarządzania kosztami i przychodami (rentowność finansowa) (Adamska 2009, s. 14).

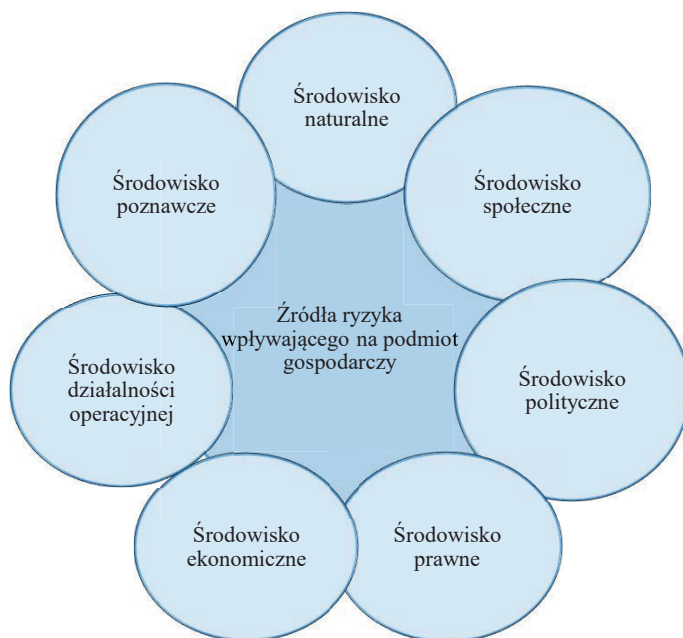
Z kolei wśród zewnętrznych czynników ryzyka oddziałujących na przedsiębiorstwa można wyodrębnić takie ich grupy (Kaszuba-Perz, Perz 2010, s. 56):

- czynniki ogólnogospodarcze – związane z wahaniami koniunktury gospodarczej, sytuacją na rynkach finansowych (poziom stóp procentowych, kurs walutowy, dostępność różnorodnych form finansowania), cenami i dostępnością surowców itp.;
- czynniki społeczno-rynkowe – związane z zamożnością gospodarstw domowych, zmianami demograficznymi, zmianami w preferencjach konsumentów, dostępnością siły roboczej itp.;
- czynniki polityczne – dotyczą głównie sfery prawno-regulacyjnej zmieniającej warunki funkcjonowania przedsiębiorstw;
- czynniki technologiczne – związane ze zmianami w sferze sposobów wytwarzania i powstawaniem nowych konkurencyjnych bądź całkiem innowacyjnych produktów.

Innymi przykładami czynników zewnętrznych mogą być zachwianie równowagi rynkowej, zmiany popytu i podaży, wymagania środowiskowe, zmiany podatkowe, inflacja, bezrobocie, oprocentowanie kredytów, dostępność wolnych środków pieniężnych czy nowych technologii wytwarzania. Są to główne czynniki wpływające na zmianę wartości ryzyka, przy czym istnieją czynniki związane z konkretnym profilem działalności gospodarczej i sektorem, do którego można ją zaliczyć. Wśród takich sektorowych czynników na szczególną uwagę zasługują struktura sektora i siła konkurencji. Wśród wewnętrznych czynników będą występowały czynniki mikro-gospodarcze, a więc ściśle związane z konkretnym przedsiębiorstwem. Ponieważ

każde przedsiębiorstwo stawia sobie indywidualne cele (taktyczne, operacyjne, strategiczne), czynniki powodujące ryzyko można rozpatrywać, uwzględniając strukturę organizacyjną przedsiębiorstwa, a więc oddzielnie na poziomie produkcji, logistyki, marketingu czy administracji (Iwaszczuk i in. 2013, s. 48).

Czynniki ryzyka mogą w różnym stopniu oddziaływać na poszczególne podmioty, dlatego ważne jest określenie, czy mogą spowodować duże, czy małe straty. Stosując to kryterium, wyodrębnia się dwie grupy czynników ryzyka – główne i drugorzędne. Zaliczenie czynników do jednej z tych grup jest warunkowe – w niektórych przypadkach jeden i ten sam czynnik może być głównym, a w innych może okazać się drugorzędnym, w zależności od podmiotu gospodarczego i czasu występowania. Wobec tego ten sam rodzaj ryzyka poszczególne podmioty będą odczuwać inaczej, tym bardziej że każdy z nich funkcjonuje w jakimś większym systemie (otoczeniu), który również może powodować ryzyko. Typowe ryzyka z otoczenia zewnętrznego przedstawiono na rysunku 1.



**Rys. 1.** Podział źródeł ryzyka

Źródło: Iwaszczuk i in. 2013, s. 47

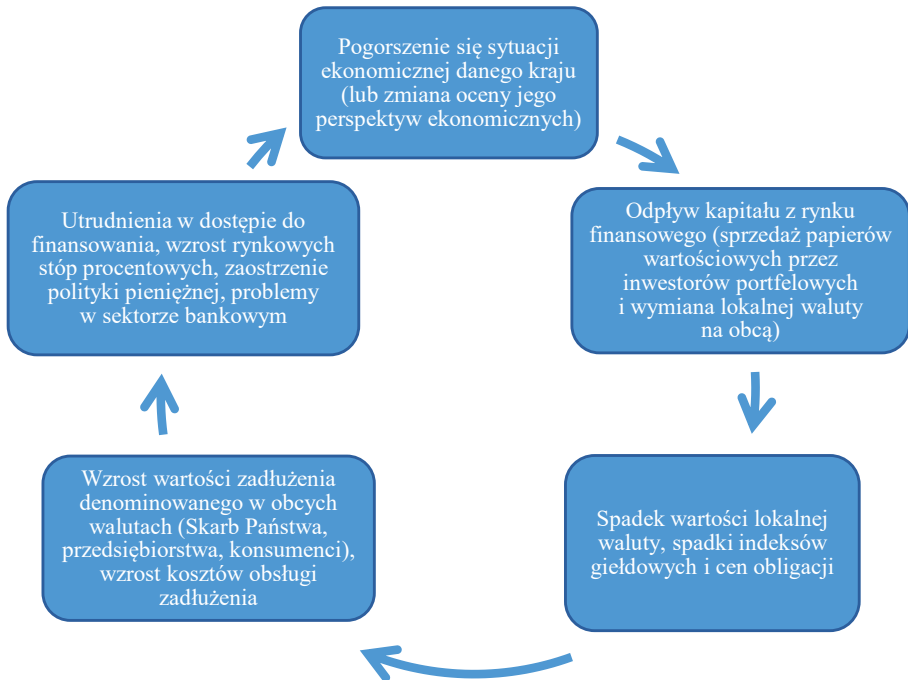
Zagrożenie (a tym samym ryzyko) może pochodzić z różnych źródeł, czasem zupełnie niespodziewanych. Przykładowo Gil (2001) uważa, że źródłem ryzyka dla podmiotów gospodarczych mogą być:

- siły i zjawiska przyrody;
- konkurencja firm krajowych;
- zmiany przepisów prawnych;
- nieprzewidywalność kursu walut;



- nastroje panujące na rynkach kapitałowych;
- pojawienie się napięć społecznych wewnątrz lub na zewnątrz firmy;
- zmienność preferencji klientów;
- niestabilność sytuacji finansowej partnerów biznesowych;
- niedostatki kapitałowe zagrażające płynności finansowej firmy;
- przestarzały system zarządzania, nieadekwatny do aktualnych wyzwań związanych z przetrwaniem w biznesie;
- braki w kompetencjach pracowników firmy (Gil 2001, s. 17).

Obecnie w kontekście finansjalizacji coraz bardziej zauważalne stają się powiązania pomiędzy sferą realną (rynkem dóbr i usług) a sferą finansową (rynkem usług finansowych). Duża mobilność kapitału finansowego, który swobodnie przemieszcza się pomiędzy krajami (głównie w postaci operacji na rynkach kapitałowych), przyczynia się do wzrostu ryzyka walutowego, stóp procentowych i ryzyka cenowego (rynkowego), co przekłada się na problemy rynku dóbr i usług. Przykładowy schemat wpływu rynku finansowego na sferę realną pokazano na rysunku 2.



**Rys. 2.** Powiązania pomiędzy sferą realną a rynkiem finansowym w sytuacji odpływu kapitału z rynku finansowego

Źródło: Kaszuba-Perz, Perz 2010, s. 58

Powiązanie te wpływają również na bezpośrednie i pośrednie inwestycje w gospodarkę poszczególnych krajów, co rzutuje na możliwości i tempo ich przyszłego rozwoju oraz poziom życia ludności w tych krajach, przy czym w warunkach

integracji rynków finansowych główny strumień inwestycji kapitałowych płynie za pośrednictwem giełd oraz zorganizowanych platform elektronicznych obsługujących handel tradycyjnymi papierami wartościowymi (np. akcjami, obligacjami) oraz nowoczesnymi instrumentami finansowymi (np. kontrakty *futures*, opcje). Należy jednak podkreślić, że wielkość inwestycji kapitałowych (finansowych) zależy od zaufania do gospodarki danego kraju, rzetelności informacji o emitentach, płynności poszczególnych aktywów finansowych.

Pozytywne postrzeganie regionu czy kraju przez inwestorów powoduje napływ kapitału i w warunkach płynnych kursów walutowych aprecjację lokalnej waluty. Odpływ kapitału i deprecjacja waluty jest spowodowana zmianą oceny perspektyw gospodarczych regionu lub kraju, przy czym skala deprecjacji i odpływu kapitału może być znacząca. Zjawiska tego typu mogą przybrać dosyć gwałtowną formę – tak dzieje się w przypadku kryzysów walutowych. Wtedy to gwałtowny spadek wartości lokalnej waluty połączony z odpływem kapitału zagranicznego prowadzi do problemów w całym systemie finansowym. Kryzys zazwyczaj rozszerza się na giełdy papierów wartościowych i sektor bankowy. Sytuacja wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej, prowadzi to do wzrostu rynkowych stóp procentowych. W konsekwencji problemy zaczynają przenosić się na rynek dóbr i usług. Scenariusz kryzysu walutowego może doprowadzić do problemów ekonomicznych kraje, które są w stosunkowo dobrej kondycji gospodarczej. Wzajemne ścisłe powiązania pomiędzy rynkiem finansowym a sferą realną powodują często wzmacnianie się impulsów kryzysowych (Kaszuba-Perz, Perz 2010, s. 59).

Problem zarządzania ryzykiem ma pierwszorzędne znaczenie dla oceny wewnętrznych rezerw i możliwości struktury organizacyjnej oraz identyfikacji obiektywnych przesłanek zmniejszenia poziomu i stopnia ryzyka. Poziom ryzyka gospodarczego zależy od wielu czynników, m.in. tworzenia i funkcjonowania form organizacyjno-prawnych podmiotów gospodarczych, wielkości przedsiębiorstw, charakteru ich działalności itp. Jak pokazuje praktyka krajowa i zagraniczna, najbardziej ryzykowna jest działalność prowadzona przez indywidualnych przedsiębiorców, małe przedsiębiorstwa oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Dlatego tak ważna jest świadomość menedżerów i właścicieli na temat konieczności i możliwości podejmowania działań w celu zarządzania ryzykiem.

### 1.3. Klasyfikacje ryzyka

Ze względu na mnogość czynników powodujących materializację ryzyka niezwykle ważna jest ich identyfikacja i pogrupowanie według wybranych kryteriów. Do najczęściej spotykanych można zaliczyć:

- czas, długość i częstotliwość występowania;
- główne czynniki, które spowodowały ryzyko;
- sferę pochodzenia czynników;
- sposób ich ewidencji;
- charakter skutków;
- wielkość strat.

Często w literaturze przedmiotu można spotkać podział ryzyka ze względu na kształtujące je czynniki. Wówczas rozróżnia się:

- ryzyko systematyczne,
- ryzyko niesystematyczne.

Ryzyko systematyczne, zwane również „ryzykiem podstawowym”, związane jest z siłami przyrody, warunkami rynku i czynnikami ekonomicznymi. Jest to rodzaj ryzyka niedywersyfikowalnego, co oznacza, że nie może ono zostać wyeliminowane. Do źródeł ryzyka systematycznego można zaliczyć zmiany stopy procentowej, przepiśców podatkowych bądź sytuacji polityczno-ekonomicznej. Ryzyko niesystematyczne, nazywane również „ryzykiem specyficznym” lub „indywidualnym”, związane jest z przyszłymi zdarzeniami. W związku z tym można je częściowo kontrolować albo przewidywać. Do przyczyn ryzyka niesystematycznego można zaliczyć konkurencję, dostępność surowców, płynność oraz bankructwo firmy (Koziorowska 2010, s. 16).

Jedną z klasyfikacji jest klasyfikacja wypracowana przez działającą w Wielkiej Brytanii grupę ekspertów pn. Grupa G-30 (Group of Thirty Global Derivatives Study Group), która w opublikowanym w 1990 roku w raporcie pt. *Clearance and Settlement Systems* (Group of Thirty, 1990) dzieli ryzyko na cztery podstawowe grupy:

1. finansowe (rynkowe),
2. kredytowe,
3. operacyjne,
4. prawne (Group of Thirty, 1990).

Z kolei Borkowski, stosując kryterium szczegółowości analizy podmiotu, wyodrębnia:

- ryzyko ogólne (polityczne, polityki wewnętrznej, polityki makroekonomicznej polityki socjalnej, warunków naturalnych);
- ryzyko specyficzne dla gałęzi (rynków surowców, rynków zbytu, konkurencji);
- ryzyko charakterystyczne dla danego przedsiębiorstwa (operacyjne, badań i rozwoju, kredytowe, behawioralne, realizacji projektów) (Borkowski 2008, s. 46).

Przyjmując jako kryterium specyfikę ryzyka, można wyróżnić ryzyko systematyczne, zwane „rynkowym” (związane z czynnikami wpływającymi na rentowność wszystkich porównywanych instrumentów inwestycyjnych) i ryzyko niesystematyczne, zwane „specyficznym”, związane z cechami określonej lokaty. Ze względu na źródła ryzyka wyróżnia się:

- ryzyko rynku, wynikające z fluktuacji wartości wszystkich walorów na rynku;
- ryzyko stopy procentowej, która wyznacza koszt alternatywny;
- ryzyko siły nabywczej, zwane „ryzykiem inflacji”;
- ryzyko płynności, utożsamiane z łatwością zamiany posiadanych aktywów na gotówkę;
- ryzyko finansowe, związane ze źródłami finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego;
- ryzyko bankructwa, określane jako „ryzyko działalności gospodarczej” (Kucharska-Stasiak 2006, s. 111).

W codziennej działalności każdy podmiot gospodarczy musi się zmierzyć z różnymi rodzajami ryzyka, które wpływają na wyniki finansowe podmiotu gospodarczego. Przykładowe rodzaje ryzyka występujące w działalności gospodarczej wraz z ich krótkim opisem zestawiono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Przykładowe rodzaje ryzyka występujące w działalności gospodarczej

<b>Ryzyko</b>	<b>Opis</b>
Pierwotne	Ujmowane od strony przyczyn jego występowania
Wtórne	Ujmowane od strony skutków jego materializacji
Naturalne	Związane z działaniem sił natury (susze, powodzie, trzęsienia ziemi, erupcje wulkanów, ulewne deszcze, błyskawice, huragany, tajfuny)
Technologiczne	Związane z wykorzystaniem maszyn i urządzeń (technologii) w działalności gospodarczej
Mieszane	Zdarzenia naturalne wynikające z działalności gospodarczej człowieka (np. zmiany klimatyczne)
Systemowe	Wspólne dla pewnej zbiorowości, zewnętrzne, niemożliwe do sterowania, wynikające ze zmian stóp procentowych i kursów walutowych, zmniejszenia siły nabywczej pieniądza, tendencji rynkowych
Specyficzne	Charakterystyczne dla danego projektu/przedsięwzięcia, decyzji organizatora. Wewnętrzne, więc częściowo sterowalne
Spoleczne	Bezpośrednio związane z życiem, zdrowiem i zdolnością do pracy pracowników przedsiębiorstwa, a także ich cechami osobowymi i warunkami pracy. Czasami zależne od takich czynników jak kultura, religia, moda i upodobania klientów danego kraju
Ekologiczne	Związane z wpływem działalności gospodarczej na środowisko naturalne, w tym na człowieka, florę i faunę (zanieczyszczenie środowiska – gleby, wody, powietrza, uciążliwości – odór, drgania, zanieczyszczenie światłem i dźwiękiem)
Polityczne	Zmiany prawne i legislacyjne ze strony organów rządowych i międzynarodowych
Gospodarcze	Ryzyko strat (materialnych, finansowych, czasowych itp.) w działalności gospodarczej w wyniku działania czynników zewnętrznych i wewnętrznych
Finansowe	Ryzyko utraty środków finansowych z powodu m.in. złe ulokowanych inwestycji kapitałowych, utraty siły nabywczej pieniądza, zmian kursów walutowych czy stóp procentowych

**Tabela 1 cd.**

<b>Ryzyko</b>	<b>Opis</b>
Czyste	Obecne, gdy jedyną alternatywą dla obecnego stanu jest wystąpienie strat. Dotyczące utraty majątku w wyniku zniszczenia mienia lub złej organizacji pracy w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej
Spekulacyjne	Związane zarówno ze stratami, jak i dodatkowymi zyskami w stosunku do oczekiwanych rezultatów. Często wynik celowego działania osób trzecich
Zawodowe	Związane z wykonywaniem obowiązków zawodowych
Rynkowe	Niekorzystne kształtowanie się cen surowców, materiałów, kursów walut, akcji, stóp procentowych
Inwestycyjne	Powstające, gdy inwestorzy lokują kapitał w obiektach inwestycyjnych w celu osiągnięcia zysku. Dzielone na ryzyko systematyczne i niesystematyczne; ryzyko inwestycji realnych i finansowych
Transportowe	Związane ze stratą spowodowaną transportem towarów (drogą oceaniczną, morską, rzeczną, powietrzną czy lądową)
Bankowe	Ryzyko strat w działalności bankowej z powodu wpływu czynników zewnętrznych (stopy procentowe, kursy walutowe, ryzyko kredytowe) oraz wewnętrznych (luki i niedociągnięcia w prowadzonej pasywnej i aktywnej polityce bankowej)
Ubezpieczeniowe	Żle zorganizowane działania zarówno na etapie poprzedzającym zawarcie umowy ubezpieczenia, jak i na etapach reasekuracji, tworzenia rezerw ubezpieczeniowych, lokowania chwilowo wolnych środków pieniężnych itp.
Prawne	Związane z poniesieniem straty lub zakazem działalności w przypadku niedotrzymania przepisów prawa czy omijania regulacji
Obiektywne	Wszystkie zdarzenia, które trudno przewidzieć
Subiektywne	Przewidywania osób (menedżerów, właścicieli) na temat ewentualnych zagrożeń dla danego podmiotu
Operacyjne	Związane z funkcjonowaniem organizacji w krótkim okresie
Strategiczne	Związane z funkcjonowaniem organizacji w długim okresie i decyzjami długofalowymi

Źródło: Iwaszczuk 2021, s. 28–29

Każdy podmiot gospodarczy musi sporządzić własne zestawienie czynników i rodzajów ryzyka, w zależności od celu analizy (wybranego kryterium) oraz specyfiki prowadzonej działalności gospodarczej. Analiza służy zazwyczaj wypracowaniu strategii zarządzania zintegrowanym ryzykiem, co jest koniecznym warunkiem przetrwania w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu.

## **CZEŚĆ II**

### **RYZYZKO INWESTYCYJNE – ASPEKTY EKONOMICZNE**



## Rozdział 2

# RYZIKO INWESTYCJI W INSTRUMENTY RYNKU KAPITAŁOWEGO

### 2.1. Inwestycje we współczesnej gospodarce

W związku z popularnością (i jednocześnie wielowątkowością) tematu inwestycji warto poszukać odpowiedzi na kilka podstawowych pytań.

#### 2.1.1. Czym są inwestycje?

W dynamicznie zmieniającym się otoczeniu **inwestycje** stały się niezbędne nie tylko dla przetrwania przedsiębiorstwa, lecz również utrzymania osiągniętej pozycji konkurencyjnej i jej poprawiania. Inwestycje są też koniecznym warunkiem rozwoju gospodarczego i społecznego każdego kraju. Co więc ukrywa się pod pojęciem inwestycji?

Według Encyklopedii Zarządzania inwestycje to wykorzystanie środków finansowych w celu nabycia składników majątkowych, finansowych środków majątkowych oraz niematerialnych wartości aktywów trwałych. To także aktywa nabywane w celu uzyskania korzyści ekonomicznych, które są efektem przyrostu z ich wartości, uzyskania odsetek, dywidend lub innych źródeł, w tym także z transakcji handlowych. Można więc przyjąć, że inwestycje to alokacja zasobów finansowych, która wyróżnia się takimi cechami jak korzyści, nakład, ryzyko oraz czas (Encyklopedia Zarządzania).

Reilly i Brown definiują inwestycję jako zaangażowanie określonej kwoty na pewien okres, aby w przyszłości otrzymać jej zwrot, kompensujący inwestorowi po pierwsze czas, w którym pieniądze były zaangażowane, po drugie przewidywany współczynnik inflacji oraz po trzecie ryzyko inwestycyjne. Inwestor angażuje znaną na dziś sumę pieniędzy w inwestycję o oczekiwanym w przyszłości zwrocie, który podwyższy dzisiaj posiadaną kwotę (Reilly, Brown 2001, s. 27–30).

Rówińska uważa, że „inwestycje stanowią podstawowy sposób powiększania kapitału. Oznaczają nakłady gospodarcze przeznaczone na powiększenie lub odtworzenie składników majątku, które w przyszłości przyniosą pozytywne efekty. Obejmują nakłady na tworzenie nowych zdolności wytwórczych poprzez wznoszenie nowych obiektów, rozbudowę istniejących oraz lokowanie wolnych środków pieniężnych w sposób, który w przyszłości przyniesie zwiększenie dochodu” (Rówińska 2012, s. 67).

Inwestycja jest zasobem, który nie podlega konsumpcji. Oczywiście przykładem inwestycji są akcje czy obligacje, zaś mniej oczywistym lokaty bankowe czy



nieruchomości. Przy założeniu, że inwestycje mają na celu powiększanie bogactwa przez generowanie dochodów lub też podnoszenie wartości, którą można później wymienić na dochód, powyższe aktywa spełniają wymagany warunek (Kritzman 2011, s. 96). Drugim często wymienianym warunkiem koniecznym, aby dany zasób można było zaliczyć do inwestycji, jest wystąpienie ryzyka związanego z danym aktywem. Wydawałoby się, że np. lokata bankowa jest instrumentem wolnym od ryzyka, ale gdy uwzględni się inflację, to okazuje się, że i depozyty mogą przynieść realną stratę. A zatem jeżeli inwestor, decydując się na pozornie bezpieczne instrumenty finansowe, może osiągnąć realną ujemną stopę zwrotu, to takie aktywo można zaliczyć do inwestycji. Nie można także wykluczyć upadłości podmiotu gospodarczego, w którym zdeponowano środki pieniężne. Jak pokazują ostatnie lata, lokaty bankowe nie są również pozbawione ryzyka politycznego (Majewska-Bielecka 2014, s. 454).

Inwestycje można uznać za kategorię ekonomiczną i kategorię finansową. Traktowane jako kategoria ekonomiczna są działaniami, które przyczyniają się do realnej akumulacji kapitału. Są to oszczędności przeznaczone na inwestycje celem tworzenia dóbr kapitałowych, powodujące zmianę struktury składników majątku osób je zakupujących. W ujęciu rzeczowym inwestycje to nakłady na powiększenie zasobu kapitału fizycznego oraz nakłady przyczyniające się do zachowania jego wartości. Inwestycje w ujęciu finansowym to natomiast:

- przyływ kapitału;
- każde wydatkowanie nakładów celem powiększenia kapitału;
- środki inwestora wydatkowane celowo z zamiarem powiększenia jego dochodów (Sitek 2014, s. 241).

W literaturze przedmiotu rozróżnia się trzy podstawowe rodzaje inwestycji:

1. inwestycje materialne (rzeczowe, majątkowe);
2. inwestycje finansowe;
3. inwestycje w dobra niematerialne i prawne.

Pierwszy rodzaj to inwestycje bezpośrednie – przez wiele lat były one dominującą grupą wśród inwestycji, przyczyniały się bowiem do uprzemysłowienia, urbanizacji i rozwoju gospodarczego. Ułatwiały przemieszczanie się i komunikację między ludźmi.

**Inwestycje materialne** mogą dotyczyć dóbr rzeczowych (np. zakup gruntów, nieruchomości mieszkalnych, samochodu) i produkcyjnych (np. zakładu, sklepu, fabryki, maszyn, pojazdów, urządzeń, surowców). Inwestycje rzeczowych najczęściej dokonują osoby fizyczne, natomiast inwestycje produkcyjnych w większości przypadków dokonują osoby prawne (podmioty gospodarcze). W rezultacie tego typu inwestycji następuje wzrost wartości majątku inwestora.

W opracowaniach naukowych inwestycje rzeczowe definiowane są jako:

- „wydatkowanie środków finansowych na pozyskanie dóbr inwestycyjnych, papierów wartościowych lub dóbr niematerialnych służących do realizacji procesów gospodarczych i powalających na osiągnięcie w przyszłości korzyści przewyższających poniesione wcześniej nakłady, co jest obciążone ryzykiem” (Wiśniewski 2008, s. 27);

- inwestycje w składniki aktywów rzeczowych oraz wartości niematerialne i prawne (Rogowski 2008, s. 21);
- obarczone ryzykiem środki inwestora (własne i/lub obce) celowo wydatkowane na tworzenie i/lub reprodukcję środków trwałych, rzeczowego majątku trwałego, a także majątku obrotowego dla osiągnięcia zamierzonych korzyści w przyszłości (Mandziuk i in. 2016, s. 551).

Inwestycje rzeczowe zwykle realizowane są z myślą o ich wieloletniej eksploatacji, dlatego należy dochować należytej staranności, planując nakłady inwestycyjne i źródła ich finansowania, oraz należy dokonać projekcji skutków finansowych i ekonomicznych w przyszłości. Główne problemy, jakie musi rozwiązać zarządzający firmą, podejmując decyzje o inwestycjach rzeczowych, wynikają z tego, że im bardziej wydłuża się horyzont czasowy, którego dotyczą inwestycje, z tym mniejszą dokładnością można przewidzieć warunki, w jakich będzie ona realizowana i eksploatowana. Wraz z wydłużeniem horyzontu czasowego zazwyczaj zwiększa się ryzyko przedsięwzięcia oraz coraz trudniej jest oszacować przyszłe koszty, stopę procentową, zmiany technologiczne i ogólne warunki gospodarowania (Ostrowska 1999, s. 23).

Wiśniewski wymienia też uniwersalne cechy charakterystyczne dla inwestycji rzeczowych:

- nakład (alokacja kapitału – własnego i obcego w aktywach rzeczowych);
- korzyść (oczekiwany efekt inwestycji);
- czas (okres zaangażowania kapitału oraz uzyskiwania korzyści);
- ryzyko (możliwość wystąpienia odchyień od wartości planowanych nakładów, korzyści z okresu zaangażowania kapitału, cyklu życia inwestycji) (Wiśniewski 2008, s. 26).

Z kolei Szczęsny i Śliwa (2010) stwierdzili, że najczęstszym kryterium podziału inwestycji rzeczowych jest oczekiwany cel projektu lub korzyści z niego płynące. Zgodnie z tym kryterium inwestycje można podzielić na:

- inwestycje odtworzeniowe, służące zachowaniu dotychczasowych zdolności produkcyjnych;
- inwestycje modernizacyjne, wprowadzające modernizację istniejącego majątku przedsiębiorstwa w celu obniżenia kosztów materiałów, pracy oraz innych zasobów;
- inwestycje rozwojowe o znaczeniu strategicznym, zwiększające skalę dotychczasowej działalności, wiążące się najczęściej ze sprzedażą nowych usług, produktów, towarów lub rozszerzaniem dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa na nowy rynek;
- inwestycje innowacyjne, wprowadzające innowacyjne na rynku rozwiązania i technologie;
- inwestycje obligatoryjne dokonywane bez względu na kryteria efektywnościowe, mające na celu dostosowanie działalności przedsiębiorstwa do zmieniających się regulacji prawnych i obowiązujących norm (w tego typu inwestycjach celem nie jest maksymalizacja wartości dla właścicieli kapitału, ale spełnienie norm wymaganych przez prawo) (Szczęsny, Śliwa 2010, s. 130).

W odniesieniu do inwestycji rzeczowych w literaturze często używa się też pojęć projektu inwestycyjnego oraz przedsięwzięcia inwestycyjnego. Projekt inwestycyjny definiowany jest jako zbiór zadań inwestycyjnych wzajemnie od siebie zależnych i będących środkiem do osiągnięcia celu przedsięwzięcia inwestycyjnego. Przedsięwzięcie inwestycyjne jest natomiast rozumiane jako pełen zakres rzeczowy i czynnościowy inwestycji zapewniający jej prawidłowe przygotowanie, realizację i eksploatację (Wieprow 2013, s. 88). Rozróżniając te pojęcia, Mandziuk, Nawra i Ossowska twierdzą, że inwestycja rzeczowa ma wymiar ogólny (inwestycja w aktywa rzeczowe), przedsięwzięcie inwestycyjne ma wymiar materialny (przewidziany fizyczny zakres inwestycji), a projekt inwestycyjny ma cechy opracowania, które stanowi podstawę realizacji inwestycji (Mandziuk i in. 2016, s. 549).

Drugi i trzeci rodzaj to inwestycje pośrednie, tzn. pieniądź trafia do gospodarki za pośrednictwem jakiejś instytucji rynkowej. Najczęstszą formą jest zakup papierów wartościowych bądź lokowanie pieniędzy w systemie bankowym. Wówczas rolę pośrednika pełnią giełdy, fundusze zbiorowego inwestowania oraz banki.

Przez pojęcie **inwestycji finansowych** (nazywanych często kapitałowymi) należy rozumieć lokowanie środków pieniężnych w instrumenty finansowe rynku pieniężnego i kapitałowego, w celu osiągnięcia dochodu w postaci odsetek, dywidend czy przyrostu wartości rynkowej kapitału. Do inwestycji kapitałowych należy zaliczyć inwestycje w papiery wartościowe (dłużne i właścicielskie), udziały, lokaty bankowe, fundusze inwestycyjne, wierzycielności (Różański 2006, s. 15). Istnieje również szeroka grupa złożonych instrumentów pochodnych, które mogą stanowić przedmiot inwestycji finansowych, przy czym najczęściej mają one charakter krótkoterminowych inwestycji spekulacyjnych (Rebilas 2013, s. 131).

Inwestycje na rynku kapitałowym polegają na lokowaniu wolnych środków pieniężnych w instrumenty finansowe w celu osiągnięcia zysku. Pojęcie instrumentu finansowego jest dosyć szerokie, obejmuje bowiem kilka grup aktywów:

- tradycyjne papiery wartościowe rynku kapitałowego (np. akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne);
- papiery wartościowe rynku pieniężnego (np. weksle, bony skarbowe, bankowe i komercyjne);
- finansowe instrumenty pochodne (np. kontrakty terminowe typu *forward* i *futures*, opcje standardowe i niestandardowe);
- złożone instrumenty finansowe (składające się z tradycyjnych instrumentów i pochodnych, w różnych konfiguracjach).

Większość inwestorów skupia jednak uwagę na pierwszych trzech grupach aktywów; czwarta jest wykorzystywana o wiele rzadziej – przez wąską grupę specjalistów do zarządzania ryzykiem. W literaturze waluty i lokaty bankowe są też czasem zaliczane do instrumentów finansowych – nie są one jednak przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych.

Specyfiką inwestycji na rynku kapitałowym jest w szczególności to, że:

- kapitał ma postać kapitału finansowego, a więc ma wysoką płynność;
- przedmiotem inwestycji są papiery wartościowe średnio- i długoterminowe;

- obrót kapitałem ulokowanym w papiery wartościowe może być dokonywany bardzo szybko i na wielu rynkach kapitałowych;
- inwestor może dokonywać wyboru stopnia zróżnicowania ryzyka inwestycyjnego, mając do dyspozycji wiele różnych instrumentów finansowych (Daniluk 2015, s. 21).

W okresie względnej stabilności na rynkach finansowych wybór instrumentu inwestycji kapitałowej stanowi wybór pomiędzy rentownością a bezpieczeństwem. Zwiększając bezpieczeństwo inwestycji, ogranicza się najczęściej szanse na osiągnięcie wysokiej rentowności zaangażowanych środków, i odwrotnie: inwestując w instrumenty dające szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków, należy liczyć się z możliwością poniesienia strat, czyli nieodzyskania włożonego kapitału. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że zasada ta niekoniecznie obowiązuje w okresie kryzysu na rynkach finansowych. Nawet lokując w depozyty bankowe czy skarbowe papiery dłużne, nie można być pewnym zwrotu zaangażowanego kapitału. Poziom oprocentowania tych tradycyjnych form lokowania oszczędności na rodzimym rynku bankowym jest jednak dla inwestorów niesatysfakcjonujący. Pozwala bowiem w najlepszym przypadku na pokrycie utraty wartości kapitału na skutek inflacji (Rebilas 2013, s. 133). W okresie kryzysu gospodarczego i recesji aktywność inwestycyjna wzrasta, ponieważ każdy posiadacz nadwyżek finansowych chce uchronić swój kapitał przed utratą wartości. Właśnie w tych okresach (mimo często nominalnie wyższych dochodów) wzrasta ryzyko utraty całego zainwestowanego kapitału, zwłaszcza w przypadku akcji spółek.

Do wartości **niematerialnych i prawnych** zalicza się m.in. patenty, *know-how*, licencje, oprogramowanie, prawa autorskie, znaki handlowe, które powiększają wartość rynkową (a nie księgową) podmiotu gospodarczego wycenianego przez rynki finansowe. Ponadto, jak pisze Różański, „inwestycje niematerialne to inwestycje, w których następują wydatki inwestycyjne na: działalność badawczo-rozwojową, kształcenie zawodowe pracowników, marketing przedsiębiorstwa, sferę socjalną” (Różański 2006, s. 16).

Przytaczając ogólną definicję wartości niematerialnych i prawnych i dostosowując ją do warunków niezbędnych dla inwestycji, można stwierdzić, że będą to te składniki majątku, które nie mają rzeczowej postaci i nie można ich dotknąć ani uchwycić, identyfikowane jedynie w kategoriach nabytych praw i przywilejów, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz są posiadane przez nią jedynie w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych (Gmytrasiewicz, Karmańska 2006, s. 165). Obejmują one przykładowo autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych i *know-how* posiadane w celu osiągnięcia za ich pomocą korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu ich wartości oraz przychodów lub innych pożytków (Stępień K. 2014, s. 64).

Inwestycji w dobra materialne i niematerialne dokonuje się zdecydowanie mniej niż inwestycji finansowych, z dwóch powodów:

1. każdy zakup papierów wartościowych jest oddzielną operacją inwestycyjną;
2. liczbowo i rodzajowo grono inwestorów na rynku finansowym jest dużo większe – są to osoby fizyczne, fundusze inwestycyjne, domy maklerskie, banki, fundusze hedgingowe, towarzystwa kredytowe, firmy ubezpieczeniowe, fundusze *venture capital*.

Nieco inny podział inwestycji jest stosowany w rachunkowości – dzieli się je na dwie grupy (Rówińska 2012, s. 68–69):

1. inwestycje finansowe,
2. inwestycje niefinansowe.

Inwestycje finansowe obejmują różne rodzaje aktywów finansowych, m.in. środki finansowe w krajowej i obcej walucie, papiery udziałowe i dłużne oraz prawa do wymiany instrumentów finansowych. Z kolei do grupy inwestycji niefinansowych, według Rowińskiej, należy zaliczyć nieruchomości inwestycyjne, inwestycyjne wartości niematerialne i prawne oraz ruchomości inwestycyjne (Rówińska 2012, s. 105). Stępień precyzuje tę definicję, wliczając do tej grupy „aktywa mające postać rzeczy (nieruchomości, rzeczy ruchome) lub praw i wartości niematerialnych (licencje, technologie produkcyjne, oprogramowanie), które nie są wykorzystywane przez jednostkę gospodarczą w jej działalności (nie są użytkowane). Są one zazwyczaj nabywane bądź wytwarzane przez podmioty gospodarcze w celu czerpania korzyści ekonomicznych w postaci przyrostu ich wartości bądź uzyskiwania z nich czynszów” (Stępień K. 2014, s. 63). Szczególnym rodzajem inwestycji niefinansowych są ruchomości inwestycyjne. Obejmują one dzieła sztuki, kamienie szlachetne, kruszce (np. złoto), biżuterię, numizmaty itd., które jednostka posiada (nabyła) nie na własne potrzeby, ale w celu osiągnięcia innych, specyficznych korzyści ekonomicznych wynikających np. z przyrostu ich wartości (Niewęglowski 2011, s. 115).

Zaprezentowane definicje potwierdzają, że inwestowanie jest procesem złożonym i wieloczynnikowym, który wymaga od inwestora zaangażowania środków finansowych w oczekiwaniu na uzyskanie przyszłych korzyści. Należy jednocześnie zauważyć zmiany w rodzajach i typach współcześnie realizowanych inwestycji, na co miały bezpośredni wpływ m.in. zmiany występujące w bezpośrednim otoczeniu przedsiębiorstwa. Coraz więcej pojawia się inwestycji społecznych i publicznych i coraz większy nacisk kładzie się na inwestycje w kapitał intelektualny (Rogowski 2013, s. 37–38).

Mimo wielu różnic między poszczególnymi rodzajami inwestycji łączy je jedna wspólna cecha – nadrzędnym ich celem jest osiągnięcie efektywności ekonomicznej (albo w postaci zwrotu z zainwestowanego kapitału, albo w postaci ochrony przed utratą wartości zgromadzonych środków pieniężnych). Podsumowując, można wyciągnąć takie wnioski:

- z pojęciem inwestycji nierozzerwalnie wiążą się dwa elementy: wydatkowanie środków finansowych oraz oczekiwanie określonych korzyści;
- inwestycja to zaangażowanie w jakieś przedsięwzięcie polegające na przeznaczaniu określonych zasobów finansowych celem uzyskania przyszłych korzyści w postaci zwiększenia majątku inwestora;
- z inwestycją wiąże się też wyrzeczenie bieżącej konsumpcji dla przyszłych korzyści – wyrzeczenie się czegoś pewnego dla przyszłych niepewnych korzyści, a więc pojawia się ryzyko.

Zatem nieodłącznymi cechami każdej inwestycji są wydatkowanie pieniędzy, oczekiwanie zysku, czas i ryzyko.

### 2.1.2. Na czym polega inwestowanie?

Michalak definiuje **inwestowanie** jako „zaangażowanie środków gospodarczych w przedsięwzięcie gospodarcze mające na celu pomnożenie majątku właściciela przez przysporzenie określonych dochodów” (Michalak 2007, s. 13). Sitek przez pojęcie inwestowania rozumie „wszelkie wydatkowanie środków finansowych celem uzyskania korzyści. Zysk i strata to najprostsze miary i wskaźniki opłacalności inwestycji. W przypadku decyzji inwestycyjnych istotny jest nie tylko sam potencjalny zysk, ale również ryzyko, na jakie narażony jest zainwestowany kapitał” (Sitek 2014, s. 241). Nowak ze współautorami uważają, że inwestowanie jest związane z dążeniem do możliwie największego powiększenia majątku jego posiadacza (Nowak i in. 1999, s. 15). Siewiera z kolei definiuje proces inwestowania nieco szerzej, twierdząc, że:

Investowanie polega na prowadzeniu wszelkich działań związanych z powiększeniem majątku przez jego posiadacza. Wyjściowym warunkiem umożliwiającym prowadzenie inwestycji jest dysponowanie określonym kapitałem. Racjonalne inwestowanie polega na angażowaniu własnych środków w takie przedsięwzięcia gospodarcze, których przyrost wartości będzie możliwy. Wielkość osiągniętych zysków zależy od wkładu własnego, zgromadzonego kapitału i struktury finansowania projektu, rodzaju inwestycji i kierunku lokowania swoich funduszy, czasu zamrożenia kapitału, a także od czynników ekonomicznych, prawnych, społecznych czy prowadzonej przez państwo polityki. Ponosząc wydatki związane z projektem, inwestor wyrzeka się środków własnych dla niepewnych przyszłych korzyści, oczekując tym samym określonego dobra, jakim jest stopa zwrotu z inwestycji. Jako osoba decyzyjna, od której to rozpoczyna się dane przedsięwzięcie gospodarcze, postanawia o rodzaju lokowania swojego kapitału i strategii powiększania środków. Tym samym decydująca dla niego staje się wiedza z zakresu zarządzania projektem i jego ryzykiem (Siewiera 2018, s. 315).

Główne motywy podejmowania decyzji inwestycyjnych mogą mieć podłoże:

- techniczne (zużycie fizyczne składników majątkowych);
- ekonomiczne (zużycie ekonomiczne składników majątkowych, czyli pojawienie się na rynku ich bardziej efektywnych odmian niż eksploatowane przez firmę);
- marketingowe (sprostanie konkurencji wymaga większej i lepszej jakościowo produkcji);
- prawne (określone przepisy nakazujące firmie realizację inwestycji, np. związane z ochroną środowiska czy bezpieczeństwem i higieną pracy) (Mandziuk i in. 2016, s. 545).

Najważniejsze dla inwestora jest jednak właściwe ocenienie efektywności inwestycji i lokowanie tych zasobów w przedsięwzięcia dla niego najkorzystniejsze, czyli przynoszące maksymalne korzyści przy możliwym do zaakceptowania poziomie ryzyka. Ponieważ rynki są dynamiczne, inwestycje same w sobie również są dynamiczne, a ich wartość zmienia się w czasie, co z kolei powoduje, że zmienia się także skład portfela optymalnego. Wspomniana dynamika skłania inwestorów do przeprowadzania analizy inwestycji, która jest procesem oceny alternatywnych dróg postępowania i wyboru najbardziej opłacalnej możliwości (Majewska-Bielecka 2014, s. 455).

Istnieją dwa sposoby inwestowania – bezpośredni i pośredni. W przypadku inwestycji materialnych zalicza się je do pierwszej grupy, gdyż wiadomo, do kogo skierowane są środki inwestycyjne. Natomiast w przypadku inwestycji kapitałowych:

- inwestowanie bezpośrednio dotyczy głównie akcji i obligacji, kiedy to inwestor jest świadomy tego, kto (jaki emitent) będzie korzystał z jego oszczędności;
- inwestowanie pośrednie związane jest z zakupem jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartego i zamkniętego typu (certyfikaty inwestycyjne), których wartość opiera się na portfelu składającym się z wielu różnorodnych instrumentów finansowych, na skutek czego następuje rozproszenie kapitału inwestycyjnego pomiędzy wieloma emitentami.

Niezależnie od rodzaju inwestycji należy pamiętać, że decyzje inwestycyjne są kształtowane pod wpływem różnych czynników: wewnętrznych (zależnych od inwestora) oraz zewnętrznych (czynników pochodzących z otoczenia zewnętrznego, pomiędzy którymi mogą występować sprzężenia zwrotne). Ich analiza jest ważnym elementem działalności inwestycyjnej, ze względu na wspomniany często długi okres realizacji inwestycji oraz na dynamikę zmian w otoczeniu, która może przekładać się na pojawienie się różnorodnych zakłóceń i zagrożeń, nazywanych ogólnie ryzykiem.

### **2.1.3. Kto może być inwestorem?**

Z inwestowaniem ściśle związane jest pojęcie **inwestora**, który inwestuje wolne środki pieniężne w celu zwiększenia ich wartości w przyszłości. Ogólnie rozróżnia się dwie grupy inwestorów:

1. indywidualni,
2. instytucjonalni.

Inwestorzy indywidualni (osoby fizyczne) inwestują swoje oszczędności celem zarobkowania lub w obawie przez utratą ich wartości – w akcje, obligacje, jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych, waluty obce, lokaty bankowe, nieruchomości, kruszce szlachetne, dzieła sztuki. A więc są to inwestycje długoterminowe, a portfel aktywów zmieniany jest rzadko. Z tego względu uważa się ich za tzw. pasywnych inwestorów.

Z kolei inwestorzy instytucjonalni (banki, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, domy maklerskie i inne podmioty gospodarcze) inwestują chwilowo wolne środki, powierzone im przez klientów, w różnego rodzaju aktywa o wysokim stopniu płynności – papiery wartościowe rynku pieniężnego (np. bony, weksle) i kapitałowego (np. akcje, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne). Są to inwestycje w papiery krótkoterminowe lub często zmieniany skład portfela papierów rynku kapitałowego (stąd krótki okres utrzymywania aktywów). Cechą wspólną tych aktywności inwestycyjnych jest częste dokonywanie transakcji na rynku finansowym, dlatego zalicza się tego typu inwestorów do grupy tzw. aktywnych inwestorów. Oznacza to, że często zmieniają skład swojego portfela inwestycyjnego, zawierającego głównie papiery wartościowe o niewielkim stopniu ryzyka.

Stosunek do ryzyka jest bardzo istotną cechą, która charakteryzuje każdego inwestora. Inwestorzy o dużej awersji (niechęci) do ryzyka preferują inwestycje

w instrumenty o niewielkim ryzyku lub wolne od ryzyka, na przykład obligacje skarbowe. Z kolei inwestorzy o małej awersji (niechęci) do ryzyka preferują inwestycje w instrumenty ryzykowne, na przykład akcje. Poziom awersji do ryzyka zależy od wielu czynników właściwych dla inwestora, w szczególności jego wieku, sytuacji materialnej itp. (Jajuga 2006, s. 18).

W literaturze przedmiotu można też spotkać podział inwestorów według stosowanych strategii inwestycyjnych. Inwestorów, którzy nabywają aktywa w celu ich dłuższego utrzymania w swoim portfelu, nazywa się długoterminowymi – to oni kształtują stabilność danego rynku kapitałowego. Natomiast tych, którzy często zmieniają skład portfela aktywów, nazywa się inwestorami krótkoterminowymi (niekiedy spekulantami). Mimo wszystko to dzięki nim utrzymuje się płynność na rynku kapitałowym, która umożliwia jego uczestnikom szybką zamianę swoich aktywów na inne lub na gotówkę. Ogólnie można powiedzieć, że obydwie grupy są ważne dla rynku, a jego dobra sytuacja zależy od właściwej proporcji przedstawicieli tych grup inwestorów.

Rola inwestorów w gospodarce rynkowej jest szczególnie ważna, gdyż wnoszony przez nich kapitał określa skalę możliwości inwestycyjnych danej gospodarki, a także możliwości jej rozwoju. Jest także głównym czynnikiem określającym znaczenie ekonomiczne danego rynku kapitałowego. Wartość wniesionego na rynek kapitału finansowego decyduje o znaczeniu tego rynku – czy jest on rozwinięty i podmioty gospodarcze różnej wielkości mogą pozyskiwać potrzebne im środki finansowe, czy też nie i zmuszone są korzystać z innych większych rynków. Dlatego też rynki kapitałowe dzieli się głównie ze względu na wielkość znajdującego się w nich kapitału – na rozwinięte i rozwijające się (Daniluk 2015, s. 20).

Osiągnięcie korzyści z inwestycji jest możliwe, ale nie jest gwarantowane. Jest to możliwe pod warunkiem, że spełnią się zakładane przez inwestora prognozy. W przeciwnym razie inwestor poniesie straty, co oznacza, że każda inwestycja wiąże się z podjęciem ryzyka. Im dłuższy termin zwrotu zainwestowanego kapitału, tym trudniej jest osiągnąć założony wynik, zważywszy na zmienność otoczenia i zagrożenia z tym związane. Stopa zwrotu powinna uwzględnić zatem nie tylko wartość pieniądza w czasie, lecz również ewentualne ryzyko niepowodzenia inwestycji.

Choć ryzyko zawsze towarzyszy inwestycjom, to można je obniżyć, stosując różne strategie zabezpieczające. Najbardziej znana, a jednocześnie najprostsza, jest strategia dywersyfikacji portfela – należy inwestować w różne aktywa, z różnych branż i ewentualnie krajów, w nadziei, że nie wszystkie na raz stracą na wartości. Im większe zróżnicowanie (dywersyfikacja) portfela inwestycyjnego, tym mniejsze ryzyko utraty/obniżenia jego wartości.

Jak zostało wspomniane, inwestorem może być każdy, jednak zanim podejmie się decyzję o uruchomieniu inwestycji, należy przeanalizować:

- różne alternatywne sposoby finansowania inwestycji celem określenia najbardziej korzystnego;
- opłacalność (stopę zwrotu z) inwestycji w porównaniu z alternatywnymi formami lokowania kapitału – w dobra materialne, niematerialne lub instrumenty finansowe.



Ponieważ inwestycja to rezygnacja z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych korzyści (czyli zamrożenie środków finansowych na określony czas), nasuwa się pytanie: jak długa może być perspektywa czasowa? W przypadku inwestowania rozróżnia się trzy okresy, które nakładają się na podział instrumentów na rynku finansowym:

1. krótki okres – poniżej 1 roku,
2. średni okres – od 1 roku do 5 lat,
3. długi okres – powyżej 5 lat.

W przypadku inwestycji średnioterminowych (zaleca się), a zwłaszcza długoterminowych (jest to konieczne), należy uwzględnić:

- zmiany wartości pieniądza w czasie;
- cykliczność rozwoju gospodarczego, przy założeniu możliwości nadejścia kryzysu i recesji gospodarczej.

Dodatkowo przy inwestycjach w dobra produkcyjne warto wziąć pod uwagę czynniki takie jak:

- postęp technologiczny;
- zmiany preferencji, mody i możliwości nabywczych konsumentów;
- wzrost konkurencji w wyniku szybko postępującej globalizacji gospodarki;
- integracja rynków finansowych na świecie.

Głównym warunkiem umożliwiającym inwestowanie jest dostępność środków pieniężnych na pokrycie całej inwestycji, w całości lub na raty. Wymaga to oszacowania potrzeb już na etapie wstępnym, czyli planowania inwestycji. Środki finansowe w różnych proporcjach mogą pochodzić ze źródeł:

- własnych (zgromadzone oszczędności, aporty, niewydatkowany zysk, amortyzacja);
- obcych (kredyt bankowy, emisja papierów dłużnych i/lub udziałowych, leasing).

Sitek o finansowaniu inwestycji pisze: „Najbardziej rozpowszechnioną formą finansowania obcego projektu inwestycyjnego jest inwestycyjny kredyt bankowy. Jest to wygodna forma angażowania obcych kapitałów, gdyż realizowana jest w miarę szybko, nie pociąga za sobą kosztów emisji, które występują przy zadłużeniu się przez zaciąganie pożyczek obligacyjnych na rynku kapitałowym. Przez zaciąganie kredytów bankowych nie można jednak uzyskać pełnego dopływu kapitału z zewnątrz” (Sitek 2014, s. 242).

Pieniądz jako czynnik determinujący decyzje inwestycyjne w zdecydowany sposób wyznacza obszar inwestycji. Należy zwrócić uwagę na fakt, że mnogość wariantów i obszarów inwestycyjnych jest wprost proporcjonalna do wielkości możliwych do zaangażowania środków finansowych. Im mniejsze wsparcie finansowe, tym projekty inwestycyjne są uboższe i prostsze (np. lokaty bankowe), natomiast gdy zakres dostępnych środków jest szeroki, mamy do wyboru znacznie więcej opcji (Belej, Cellmer 2006, s. 14).

Powyższe rozważania dają podstawę do stwierdzenia, że inwestowanie to działanie inwestora, który wyrzeka się pewnych korzyści dla niepewnej przyszłości (przyszłej korzyści), ponieważ teraźniejszość jest dobrze znana, natomiast przyszłość zawsze jest obciążona niepewnością i ryzykiem.

## 2.2. Definicje i rodzaje ryzyka inwestycyjnego

### 2.2.1. Istota ryzyka inwestycyjnego

W gospodarce rynkowej sukces jednostki gospodarczej zależy od jej zdolności przystosowania własnej działalności do coraz to wyższych wymagań rynku oraz umiejętności pokonywania trudności i przewyżniania niepowodzeń. Sukces to zysk, który prowadzi do umocnienia pozycji przedsiębiorstwa na rynku. Każde działanie w przedsiębiorstwie podejmowane jest na podstawie decyzji organów zarządzających, dążących do wypracowania zysku jako celu ostatecznego jednostki. Każda decyzja to jednak to wybór, który pociąga za sobą konsekwencje, a każde działanie podjęte na podstawie takiej decyzji wiąże się z ryzykiem (Kirejczyk i Źochowski 2006, s. 239). Dotyczy to również – a może przede wszystkim – decyzji inwestycyjnych, ponieważ bardzo często wiążą się one z długą perspektywą czasową.

Według Encyklopedii Zarządzania **ryzyko inwestycyjne** oznacza możliwość osiągnięcia stopy dochodu z inwestycji, która znacznie różni się od stopy dochodu, jakiej spodziewa się inwestor. Wartość każdej inwestycji może rosnąć lub spadać, co często wiąże się z utratą części, a w najgorszych przypadkach całości zainwestowanych środków. Ta niepewność odnośnie do przyszłych zysków lub strat oznacza, że działalność prowadzona jest w warunkach ryzyka. Stwarza to z jednej strony szansę, a z drugiej zagrożenia związane z prowadzoną działalnością (Encyklopedia Zarządzania).

**Ryzyko inwestycji kapitałowych** można rozumieć jako ogół czynników, które mogą spowodować spadek wartości instrumentów finansowych będących w portfelu danego inwestora. Z kolei **ryzyko inwestycji materialnych** to ogół czynników, które mogą spowodować, że rentowność inwestycji okaże się niższa od zaplanowanej. Wiąże się to ze złożonością i zmiennością zjawisk zachodzących w otoczeniu zewnętrznym, ale również w samym przedsiębiorstwie, a także z perspektywą czasową – im dłuższy okres realizacji inwestycji, tym większe prawdopodobieństwo wystąpienia zmian we wszystkich obszarach działalności gospodarczej: ekonomicznym, techniczno-technologicznym, instytucjonalno-prawnym, społecznym, środowiskowym. Ryzyko inwestycyjne jest zatem powiązane z wieloma innymi rodzajami ryzyka. Jakie więc rodzaje ryzyka towarzyszą inwestycjom?

Jajuga (2006, s. 16) wymienia takie rodzaje ryzyka związane z inwestycjami na rynku kapitałowym:

- Ryzyko stopy procentowej – pojawia się wtedy, gdy zachodzą zmiany stóp procentowych na rynku, zaś inwestycja charakteryzuje się stałym dochodem. Oznacza to, że w sytuacji rosnących stóp procentowych na rynku inwestycja o stałym dochodzie staje się mniej atrakcyjna. Oczywiście odwrotnie jest przy malejących stopach procentowych.
- Ryzyko kursu walutowego – pojawia się wtedy, gdy inwestycja dokonywana jest w walucie zagranicznej. Wtedy stopa dochodu z inwestycji zależy również od zmian kursu walutowego. Korzystne jest osłabianie się waluty krajowej względem waluty zagranicznej.

- Ryzyko cen akcji na rynku kapitałowym – pojawia się wtedy, gdy przedmiotem inwestycji są akcje lub inne instrumenty, których wartość może zależeć od cen akcji, np. jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne.
- Ryzyko płynności – pojawia się wtedy, gdy występują kłopoty ze sprzedażą instrumentu finansowego w krótkim okresie po oczekiwanej przez inwestora cenie.
- Ryzyko niedotrzymania warunków – pojawia się wtedy, gdy jedna ze stron kontraktu nie spełnia warunków przewidzianych w kontrakcie, tzn. nie dokonuje płatności na rzecz drugiej strony. Dotyczy to przede wszystkim części instrumentów dłużnych.
- Ryzyko polityczne – pojawia się, gdy jest możliwość uchwalenia ustaw wpływających na dochód z inwestycji finansowych.
- Ryzyko biznesu – pojawia się w wypadku zakupu instrumentów finansowych, dla których dochód zależy od wyników osiągniętych przez podmiot emitujący te instrumenty, np. źle zarządzana spółka nie uzyskuje dochodów, co spowoduje spadek cen akcji.

Według Francisa (2000, s. 15) istnieją następujące rodzaje ryzyka:

- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko siły nabywczej,
- ryzyko złego zarządzania,
- ryzyko niekorzystnej tendencji rynkowej,
- ryzyko niedotrzymania zobowiązań,
- ryzyko płynności,
- ryzyko polityczne,
- ryzyko branżowe,
- ryzyko podatkowe.

**Ryzyko stopy procentowej** jest związane z dynamiką zmian rynkowych stóp procentowych, które są odnośnikiem przy porównywaniu rentowności inwestycji, zwłaszcza kapitałowych. Bardziej wrażliwe na to ryzyko są dłużne papiery wartościowe, szczególnie te o stałej stopie oprocentowania. **Ryzyko siły nabywczej** wynika ze zmian siły nabywczej pieniądza, wyrażonej przez stopę inflacji. Mniej wrażliwe na to ryzyko są akcje i obligacje indeksowane do stopy inflacji, ewentualnie – do wybranej stopy rynkowej (np. WIBOR). **Ryzyko złego zarządzania** jest ściśle związane z procesami wewnętrznymi podmiotu gospodarczego oraz kompetencjami osób odpowiedzialnych za poszczególne obszary jego działalności. **Ryzyko niekorzystnej tendencji rynkowej** powoduje zmienność stóp zwrotu aktywów finansowych wywołaną odmiennymi trendami rynkowymi. W okresach hossy obserwujemy zwykły ruch cen akcji, natomiast w okresie bessy odnotowuje się spadki cen. **Ryzyko niedotrzymania zobowiązań** związane jest ze zmiennością stóp zwrotu wynikającą z wypłacalności (bądź też nie) danego przedsiębiorstwa. Skutkiem spadku płynności finansowej jest spadek cen akcji spółki. **Ryzyko płynności** występuje, jeżeli firma posiada aktywa finansowe trudno zbywalne, czyli często sprzedawane po cenie niższej od oczekiwanej. **Ryzyko polityczne** wynika ze zmian cen akcji spowodowanych powiązaniem z władzą ustawodawczą, wykonawczą lub sądowniczą, bez względu na to,

czy mają one podłoże polityczne, czy gospodarcze. Podejmując decyzję o inwestycji w innym państwie, należy mieć na względzie międzynarodowe ryzyko polityczne, zwłaszcza w przypadku dużych przedsiębiorstw, które pragną otworzyć filię w innym państwie. Krajowe ryzyko polityczne spowodowane jest natomiast zmianami w ustawodawstwie obejmującymi opłaty, licencje, podatki. Szczególnie duży wpływ na taką sytuację mają podatki od nieruchomości, dochodowe oraz od wynagrodzeń. **Ryzyko branżowe** wynika z wystąpienia niekorzystnych wydarzeń dotyczących określonego produktu lub wszystkich firm danej branży. Wpływ na to ma na pewno dostępność surowca (Koziorowska 2010, s. 14). **Ryzyko podatkowe** z kolei wynika z decyzji fiskalnych rządu – może dotyczyć opodatkowania towarów i usług oraz wybranych obszarów działalności.

### 2.2.2. Rodzaje ryzyka inwestycyjnego

Jak już zostało wspomniane, podstawową cechą każdej inwestycji jest stopa zwrotu (dochodu), która określa dochód przypadający na jednostkę zainwestowanego kapitału. Sama ocena osiągniętej stopy zwrotu nie pozwala jednak na pełną ocenę inwestycji, należy bowiem uwzględnić towarzyszące jej ryzyko. Wiadomo, że ryzyko ma dwie strony – negatywną (potencjalne zagrożenia) i pozytywną (potencjalne korzyści). W odniesieniu do inwestycji kapitałowych negatywna strona ryzyka przejawia się wtedy, gdy zrealizowana stopa dochodu jest niższa niż oczekiwana, a pozytywna – gdy zrealizowana stopa dochodu jest wyższa niż oczekiwana. Mimo takiej dwoistości ryzyka większość badań jest skupiona na negatywnej jego stronie, ponieważ niesie ono w sobie zagrożenie, którego skutki są trudne do przewidzenia.

Każdy rodzaj ryzyka jest związany ze zmianą wpływu konkretnego czynnika. Przykładowo Jajuga (2006, s. 18) do najważniejszych czynników ryzyka inwestycyjnego zalicza:

- Rodzaj instrumentu finansowego – podział instrumentów finansowych na cztery podstawowe grupy (depozyty oraz instrumenty rynku pieniężnego, obligacje, akcje, instrumenty pochodne) pozwala na uporządkowanie od instrumentów o najmniejszym ryzyku do instrumentów o największym ryzyku.
- Emitenta instrumentu finansowego – instrumenty finansowe mogą być emitowane przez wiele podmiotów. Mówimy o ryzyku niedotrzymania warunków, które zależy od wiarygodności finansowej emitujących (lub wystawiających) te instrumenty. Emitentów można uporządkować od najbardziej wiarygodnych do najmniej wiarygodnych: skarb państwa i agendy rządowe, jednostki administracji państwowej (miasta, gminy itp.), instytucje finansowe, przedsiębiorstwa. Trzeba pamiętać, że od tej ogólnej zasady mogą być wyjątki.
- Okres do wykupu instrumentu finansowego (dotyczy instrumentów dłużnych) – w przypadku dłużnych instrumentów finansowych, takich jak obligacje, zwykle instrumenty wyemitowane na dłuższy okres są obciążone większym ryzykiem niż instrumenty wyemitowane na krótszy okres.

Z kolei Dembny do najważniejszych czynników ryzyka inwestycji kapitałowych zalicza ryzyko stopy procentowej, ryzyko kursu walutowego, ryzyko rynku

(głównie cen akcji), ryzyko siły nabywczej (ryzyko inflacji), ryzyko wydarzeń (niepożądanych zdarzeń losowych) (Dembny 2005, s. 83–84).

Wielorakość czynników ryzyka oznacza, że ryzyko inwestycyjne nie występuje samodzielnie, lecz w powiązaniu z innymi rodzajami ryzyka. Tak Sitek (2014, s. 244) klasyfikuje ryzyko inwestycyjne w zależności od przyjętego kryterium podziału:

- zgodnie z kryterium przepływów, które są dotknięte ryzykiem, wyróżnia:
  - ryzyko kapitału związane z możliwością utraty kapitału początkowego;
  - ryzyko dochodu związane z prawdopodobieństwem nieosiągnięcia dochodu zakładanego w analizach inwestycyjnych;
- zgodnie z kryterium specyfiki ryzyka dla ryzyka inwestycyjnego wyróżnia:
  - ryzyko zewnętrzne, czyli systematyczne, niedywersyfikowalne; nie da się go wyeliminować; związane jest z czynnikami wpływającymi na rentowność wszystkich porównywalnych instrumentów inwestycyjnych;
  - ryzyko wewnętrzne, czyli niesystematyczne (specyficzne); ten rodzaj ryzyka inwestycyjnego można wyeliminować, stosując dywersyfikację portfela inwestycyjnego.

Autor twierdzi, że ryzyko zewnętrzne i wewnętrzne daje nam obraz całkowitego ryzyka inwestycyjnego, przy czym do pierwszej grupy zalicza ryzyko rynku, stopy procentowej, kursu walutowego, inflacji, a także ryzyko polityczne i ryzyko wydarzeń; z kolei do drugiej – ryzyko finansowe, płynności, zarządzania, bankructwa, biznesu oraz ryzyko niedotrzymania warunków.

Stosując kryterium źródła pochodzenia ryzyka inwestycyjnego, Sitek (2014, s. 244) wyróżnia:

- ryzyko rynku jako wynik fluktuacji wszystkich walorów na rynku;
- ryzyko stopy procentowej, wyznaczające koszt alternatywny;
- ryzyko siły nabywczej (inflacji);
- ryzyko płynności jako łatwość zamiany posiadanych aktywów na gotówkę;
- ryzyko finansowe powiązane ze źródłami finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego;
- ryzyko bankructwa jako ryzyko działalności gospodarczej.

Koziorowska (2010, s. 16) wyróżnia następujące rodzaje ryzyka, jakie mogą zagrażać każdemu inwestorowi (uczestnikowi rynku kapitałowego):

- ryzyko rynkowe,
- ryzyko kredytowe,
- ryzyko operacyjne,
- ryzyko prawne,
- ryzyko biznesowe.

W tym miejscu należy zauważyć, że ponieważ istnieje wiele typów inwestycji, każdej z nich będzie odpowiadał jej własny zestaw rodzajów ryzyka. Dlatego już na etapie planowania inwestycji należy opracować kompleksową strategię inwestycyjną. Powinna ona uwzględniać informacje wynikające z analizy przyszłych uwarunkowań zewnętrznych, przeprowadzanej w ramach planowania strategicznego.

Duże znaczenie mogą mieć prognozy kondycji gospodarki i modelu jej rozwoju, postępu technologicznego, wielkości i struktury przyszłego popytu na dobra i usługi, rozmiarów i struktury importu oraz możliwości jego ewentualnej substytucji, polityki rządu, zmian aktów prawnych oraz kierunków polityki inwestycyjnej danego państwa. Ważne są również informacje o przyszłej pozycji, kondycji finansowej, silnych i słabych stronach oraz perspektywach i zamierzeniach rozwojowych konkurencyjnych firm. Ponadto opracowanie strategii inwestycyjnej determinują uwarunkowania wewnętrzne przedsiębiorstwa, takie jak jego aktualna kondycja finansowa, zdolność akumulacyjna i kredytowa, jakość produktów, poziom techniki ich wytwarzania, dostęp do innowacji, kapitałochłonność produkcji itp. (Bijańska, Wodarski 2014, s. 56). Strategia inwestycyjna powinna też zawierać rozdział poświęcony ryzyku – jego identyfikacji, ocenie i zarządzaniu (na wypadek urzeczywistnienia).

Warto też podkreślić, że poziom ryzyka związanego z daną decyzją inwestycyjną będzie też zależeć od stosunku samego decydenta do ryzyka. Jest to tzw. subiektywny aspekt ryzyka, zgodnie z którym w sytuacjach decyzyjnych z identycznym poziomem niepewności ryzyko decyzji może być różne dla różnych decydentów. Jak zauważa Jajuga (2000), większość inwestorów charakteryzuje się awersją do ryzyka. Sporadycznie można spotkać neutralność wobec ryzyka lub skłonność do ryzyka. Co więcej, uważa się, że racjonalnie postępujący inwestor powinien wybrać instrument (lub portfel inwestycyjny) o najwyższej oczekiwanej stopie zwrotu i minimalnym ryzyku. W przypadku portfeli aktywów finansowych zalecane jest ograniczanie ryzyka dzięki dywersyfikacji. W przypadku inwestycji materialnych sprawa jest jednak bardziej skomplikowana, wiele bowiem zależy od specyfiki aktywów materialnych.

### 2.3. Identyfikacja rodzajów ryzyka przy inwestycjach kapitałowych

Zmienna koniunktura na poszczególnych rynkach stwarza wiele możliwości efektywnych inwestycji kapitałowych. Inwestorzy, dysponujący zasobami kapitałowymi, kierując się oczekiwanymi zyskami z różnic kursowych na rynku papierów wartościowych i rynku walutowym czy też kształtowania się oprocentowania wkładów bankowych, mogą dokonywać stosownej do koniunktury dywersyfikacji swoich lokat pieniężnych. Dysponując bardzo mobilnym kapitałem finansowym, inwestorzy mogą z dużą elastycznością lokować go nie tylko w różne instrumenty finansowe rynku kapitałowego, ale także dyslokować na inne rynki. Inwestorzy często stosują zróżnicowane lokaty kapitału, działając na wielu rynkach. Tego rodzaju inwestycje portfelowe zapewniają większe bezpieczeństwo w decyzjach inwestycyjnych (Daniluk 2015, s. 20).

Mimo możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych dochodów oraz innych zalet inwestycji kapitałowych ich cechą charakterystyczną jest podwyższone ryzyko – aż do całkowitej utraty zainwestowanego kapitału. Co więcej, jest to ryzyko zróżnicowane, co oznacza, że istnieje wiele czynników, które wywierają wpływ na ten rynek, a co za tym idzie – na stopę zwrotu z inwestycji. Ogólnie działa na tym rynku jedna ważna zasada – im większe możliwe zyski, tym większe możliwe straty. Albo inaczej – im

bardziej ryzykowny instrument, tym większy potencjalny zysk i *vice versa*. Zatem można powiedzieć, że ryzyko inwestycyjne jest bezpośrednio związane z rodzajem nabywanego przez inwestora papieru wartościowego. Zadaniem inwestora jest systematyczna identyfikacja i analiza wszystkich potencjalnych rodzajów ryzyka, które zagrażają składnikom portfela inwestycyjnego.

### **2.3.1. Ryzyko inwestycji w dłużne papiery wartościowe**

Dłużne papiery wartościowe to dokumenty potwierdzające zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki ich emitentowi, który zobowiązuje się do jej zwrotu pożyczkodawcy w określonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek liczonych według algorytmu wynikającego z zapisów w tym dokumencie. Algorytm uwzględnia rodzaj i wysokość stopy oprocentowania, nominalną obligacji, częstotliwość wypłaty odsetek obligatariuszom, długość trwania pożyczki oraz inne ważne parametry wskazane na płaszczyźnie obligacji i/lub w prospekcie emisyjnym. Wśród papierów dłużnych przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są obligacje i listy zastawne – papiery wartościowe o okresie zwrotu powyżej jednego roku<sup>1</sup>.

Ustawowo obligację definiuje się jako papier wartościowy emitowany „w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej »obligatariuszem«, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Przez obligacje emitowane w serii rozumie się obligacje reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek” (Ustawa 2015). W zależności od sposobu naliczania i wypłaty odsetek rozróżnia się trzy podstawowe rodzaje obligacji:

1. obligacje o stałym oprocentowaniu – obligatariusz z góry wie, w jakiej wysokości otrzyma odsetki (liczone jako stopa procentowa od wartości nominalnej); obligacje stałokuponowe są korzystniejsze w okresach zniżujących rynkowych stóp procentowych;
2. obligacje o zmiennym oprocentowaniu – jest ono uzależnione od stopy inflacji lub innej rynkowej stopy procentowej; odsetki mogą się zmieniać z okresu na okres (okresowość wypłaty odsetek jest ustalona w prospekcie emisyjnym i z góry znana); zaletą tych obligacji jest to, że obligatariusz nie będzie stratny w okresach wzrostu inflacji lub rynkowych stóp procentowych, ponieważ oprocentowanie będzie rosło wraz z wartością referencyjną;
3. obligacje zerokuponowe – stanowią szczególną grupę instrumentów, gdyż w ich przypadku nie przewiduje się bieżącej (okresowej) wypłaty odsetek, które są kumulowane według określonego algorytmu i wypłacane dopiero wraz z wartością nominalną, czyli w momencie wygaśnięcia obligacji.

Z kolei „list zastawny jest dłużnym papierem wartościowym wyemitowanym przez bank hipoteczny zgodnie z przepisami ustawy, który jest zabezpieczony aktywami stanowiącymi zabezpieczenie listów zastawnych, względem których

---

<sup>1</sup> Papiery dłużne o krótszym terminie zwrotu są przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym. Zalicza się do nich bony, weksle, papiery komercyjne.

posiadaczom listów zastawnych przysługuje bezpośrednio roszczenie zarówno do osobnej masy upadłości wyodrębnionej zgodnie z przepisami ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (Dz. U. z 2020 r. poz. 1228, z późn. zm.), jak i do banku hipotecznego” (Ustawa 1997). Rozróżnia się dwa rodzaje tych papierów:

1. hipoteczny list zastawny,
2. publiczny list zastawny.

Hipoteczny list zastawny służy do refinansowania udzielonego przez bank kredytu, którego spłata wraz z odsetkami zabezpieczona jest zastawem na nieruchomości kredytobiorcy, wpisanym do księgi wieczystej. Publiczny list zastawny z kolei służy do refinansowania kredytu, którego spłata wraz z odsetkami jest gwarantowana przez instytucje o bardzo wysokiej wiarygodności finansowej (np. jednostki samorządu terytorialnego, rządu, banki centralne, organizacje międzynarodowe). Bardziej precyzyjne wymogi odnośnie do wspomnianych papierów wartościowych w Polsce określa ustawa, która stanowi, że:

Hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami, w którym to liście bank hipoteczny zobowiązuje się wobec uprawnionego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych. Publiczny list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego z tytułu:

1. kredytów w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów lub banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw, które restrukturyzują lub restrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w ciągu ostatnich 5 lat, oraz gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa zgodnie z przepisami odrębnych ustaw, albo
2. kredytów udzielonych podmiotom wymienionym w pkt 1 albo
3. kredytów w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem jednostek samorządu terytorialnego oraz kredytów udzielonych jednostkom samorządu terytorialnego, albo
4. nabytych przez bank hipoteczny papierów wartościowych emitowanych przez:
  - a) Skarb Państwa,
  - b) jednostki samorządu terytorialnego,
  - c) Bank Gospodarstwa Krajowego, które zostały zabezpieczone w całości gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa (Ustawa 1997).

Pod względem liczby i wartości obrotów zdecydowaną większość stanowią obligacje różnych emitentów – Skarbu Państwa, banku centralnego i banków komercyjnych, jednostek samorządowych (obligacje komunalne) i przedsiębiorstw (obligacje korporacyjne). Ponieważ emitent jest pożyczkobiorcą, to spłata zarówno odsetek, jak i samej pożyczki zależeć będzie od jego sytuacji finansowej. Wiadomo, że największym prawdopodobieństwem poniesienia strat, utraty płynności czy nawet bankructwa zagrożone są przedsiębiorstwa, a najmniejszym – Skarb Państwa. Jest to pierwsze kryterium oceny ryzyka emitenta. BIS (Bank of International Settlements) określa je jako ryzyko kredytowe i definiuje jako możliwość niewykonania przez kredytobiorcę



lub innego kontrahenta ustalonych wcześniej zobowiązań (*Principles...*, s. 2). W przypadku instrumentów dłużnych będzie to niewykonanie przez ich emitentów zobowiązań wobec obligatariuszy lub posiadaczy listów zastawnych.

Drugim ważnym rodzajem ryzyka jest zagrożenie związane ze spadkiem ceny rynkowej tych instrumentów, tzn. ceny odsprzedaży waloru na rynku wtórnym innym inwestorom. „Obejmuje ono, zgodnie z art. 362 Rozporządzenia PE i Rady (UE) nr 575/2013 [Rozporządzenie 2013 – przypis autorów], ryzyko szczególne instrumentów dłużnych oraz ryzyko ogólne stóp procentowych. Ryzyko szczególne (idiosynkratyczne) obejmuje ryzyko zmiany ceny obligacji na skutek działania czynników związanych z konkretnym emitentem, niezwiązanych zaś z czynnikami rynkowymi. W przypadku emitentów obligacji do takich idiosynkratycznych czynników zaliczymy jakość kredytową i rating (determinujący wagę ryzyka emitenta) oraz czas do wykupu (*residual maturity*) instrumentu dłużnego (art. 336 przywołanego wcześniej Rozporządzenia 575/2013)” (Kempny 2015, s. 63).

Jeśli w roli emitenta papierów dłużnych występuje Skarb Państwa (obligacje skarbowe) lub gmina (obligacje komunalne), bezpieczeństwo takiej inwestycji rośnie, jednak rentowność istotnie maleje. Zasada ta wydaje się jednak być dyskusyjna w okresie kryzysu finansów publicznych. Rentowność obligacji skarbowych państw o nadmiernym długi publicznym może być wysoka, ale ryzyko odzyskania środków również jest niemałe. Alternatywą dla inwestycji w papiery skarbowe lub komunalne może być inwestycja w dłużne papiery komercyjne (emitowane przez przedsiębiorstwa, w tym banki). Zazwyczaj dają one wyższą rentowność inwestycji, jednak wiążą się z większym ryzykiem wypłacalności emitenta. W tym przypadku nie bez znaczenia jest gwarancja wykupu papierów, jaką emitenci mogą uzyskać od podmiotów o standingu finansowym uznawanym za bezpieczny (np. banki). Zwiększa to bezpieczeństwo inwestycji, ale najczęściej zmniejsza ich rentowność (Rebilas 2013, s. 131). W przypadku innych emitentów jest większe zróżnicowanie pod względem rodzajów ryzyka, których określenie powinno opierać się na wnikliwej analizie czynników ryzyka.

Warto też zwrócić uwagę na to, że w porównaniu z rynkiem akcji płynność rynku obligacji zazwyczaj jest niższa, co utrudnia zamianę tego typu aktywów na środki pieniężne i ewentualnie przeznaczenie ich na inną inwestycję. Pociuszające jednak jest to, że niska płynność obligacji nie realizuje funkcji cenotwórczej w takim zakresie, jak to się dzieje na rynku akcji – większy wpływ na niego wywierają zmiany rynkowych stóp procentowych, powodując silny wzrost bądź to popytu, bądź podaży. Dotyczy to przede wszystkim obligacji stałokuponowych, na które popyt rośnie w przypadku spadających stóp procentowych, a podaż – rosnących stóp procentowych na rynku. Wahania popytu i podaży na te walory w sposób oczywisty przekładają się na wahania ich cen, choć nie dotyczy to instrumentów dłużnych o zbliżającym się terminie wykupu, gdyż ich posiadacz otrzyma zwrot kapitału według ustalonych wcześniej zasad.

Ponadto ceny rynkowe papierów dłużnych (głównie obligacji) są bardzo wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej w kraju emitenta – w okresach prosperity, kiedy gospodarka szybko się rozwija i maleje ryzyko bankructw, inwestorzy preferują inwestycje w akcje, które przynoszą większy dochód niż obligacje; natomiast przy pierwszych oznakach kryzysu gospodarczego preferencje ulegają gwałtownym

zmianom – wówczas inwestorzy wolą mieć w swoim portfelu mniej rentowne, lecz bardziej bezpieczne obligacje, które przy wygaśnięciu przyniosą gwarantowany zwrot kapitału.

Najważniejsze czynniki i rodzaje ryzyka związane z inwestycjami w długoterminowe papiery dłużne, wraz z krótkim opisem ich negatywnego działania (jako zagrożenia) oraz wskazówkami dla inwestora, zestawiono w tabeli 2.

**Tabela 2**

Czynniki i rodzaje ryzyka przy zakupie papierów dłużnych

<b>Czynnik ryzyka</b>	<b>Rodzaj ryzyka</b>	<b>Opis zagrożenia</b>	<b>Zalecenia dla inwestora</b>
Sytuacja finansowa emitenta	Ryzyko niedotrzymania warunków – można je podzielić na ryzyko kredytowe i ryzyko bankructwa	Emitent może: – nie przestrzegać terminów wypłaty odsetek, – nie wypłacać odsetek na bieżąco (nie dotyczy obligacji zerokuponowych), – nie zwrócić kwoty pożyczki.	Analizować historię jakości kredytowej emitenta i jego ratingu i monitorować ukazujące się publicznie kwartalne i roczne sprawozdania finansowe (o ile są dostępne) – istnieje obowiązek ich ujawniania dla emitentów papierów giełdowych
Przejęciowe kłopoty emitenta na skutek zmian w otoczeniu zewnętrznym i/lub wewnętrznym	Ryzyko kredytowe	Emitent nie reguluje bieżących zobowiązań	Zastanowić się nad dalszym utrzymaniem danych aktywów w portfelu inwestycyjnym
Długotrwałe kłopoty emitenta	Ryzyko bankructwa	Istnieje wysokie prawdopodobieństwo utraty kapitału, choć niższe niż przy akcjach	Na bieżąco śledzić rating emitenta, jeśli nie zdecydowano się wcześniej na pozbycie się wyemitowanych przez niego papierów
Zmiany w branży emitenta – dotyczy obligacji korporacyjnych	Ryzyko branżowe	Kłopoty finansowe w branży wynikające ze wzrostu kosztów (np. paliw, energii, surowców) mogą przyczynić się do spadku popytu, cen i płynności obligacji danego emitenta	Dywersyfikować portfel tak pod względem instrumentów finansowych, jak i emitentów oraz branż

Tabela 2 cd.

<b>Czynnik ryzyka</b>	<b>Rodzaj ryzyka</b>	<b>Opis zagrożenia</b>	<b>Zalecenia dla inwestora</b>
Zmiany rynkowych stóp procentowych	Ryzyko zmiany wartości (ceny), ryzyko stopy procentowej	Im bardziej wartość papieru reaguje na zmiany stóp procentowych, tym większe jest ryzyko zmniejszenia wartości. Występuje głównie przy: – niskim, stałym oprocentowaniu papierów; – długim okresie do terminu wykupu papieru	Kupować papiery o wyższym lub zmiennym oprocentowaniu i krótszym terminie do wykupu
Spadek rynkowych stóp procentowych	Ryzyko reinwestycji odsetek	Możliwe jest obniżenie dochodu z reinwestowanych odsetek	Reinwestować otrzymane odsetki na innym, alternatywnym rynku
Trudności z szybką odsprzedażą papierów	Ryzyko płynności	Niska płynność cechuje obligacje komunalne niewielkich jednostek samorządowych oraz obligacje korporacyjne mało znanych spółek	Ograniczyć udział takich papierów w portfelu inwestycyjnym i na bieżąco sprawdzać ich notowania giełdowe
Zmiana faz cyklu koniunkturalnego	Ryzyko koniunkturalne	Ponieważ fazy ożywienia i rozkwitu cechuje niższe prawdopodobieństwo bankructw, inwestorzy stawiają na instrumenty udziałowe. Wówczas spada popyt na papiery dłużne, a w ślad za nim – ich ceny	Obserwować wskaźniki rozwoju gospodarczego celem określenia fazy cyklu i prognozowania najbliższej zmiany oraz dopasowywać portfel do faz cyklu koniunkturalnego
Zmiana kursu waluty, w której denominowano papiery dłużne	Ryzyko walutowe	W przypadku deprecjacji waluty długu wymiana odsetek i zainwestowanego kapitału na walutę krajową przyniesie ostatecznie niższą stopę zwrotu	Obserwować i prognozować zmiany na rynku walutowym celem przeformatowania portfela inwestycyjnego
Wzrost stopy inflacji powoduje zmniejszenie wartości nominalnej obligacji	Ryzyko inflacji	Odsetki oraz odzyskany kapitał będą miały mniejszą siłę nabywczą na rynku realnych towarów i usług	Nie kupować obligacji stałokuponowych na długo przed terminem ich wykupu przez emitenta

Tabela 2 cd.

Pojawienie się na rynku bardziej atrakcyjnych papierów	Ryzyko konkurencyjności	Bardziej atrakcyjne papiery o zbliżonym ryzyku i stopie zwrotu mogą obniżyć cenę rynkową odsprzedaczy posiadanych przez inwestora papierów dłużnych na długo przed końcem terminu ich wykupu	Monitorować rynek papierów dłużnych i dynamicznie zmieniać skład portfela inwestycyjnego
Wzrost wymagań środowiskowych dla emitenta	Ryzyko środowiskowe	W przypadku pogorszenia się wizerunku ekologicznego emitenta lub wzrostu kosztów jego działalności na skutek nowych wymagań spadnie popyt na jego dług. Spadek popytu pociągnie za sobą obniżenie ceny	Na bieżąco obserwować status środowiskowy emitenta długu i podejmować decyzje inwestycyjne z wyprzedzeniem. Nie dotyczy to okresu na krótko przed wykupem długu przez emitenta
Napięcia społeczne dotyczące emitenta	Ryzyko społeczne	Konflikty społeczne mogą odbić się na wizerunku emitenta i w konsekwencji obniżyć zainteresowanie jego papierami dłużnymi. To z kolei przełoży się na spadek cen rynkowych tych papierów	Monitorować sytuację społeczną emitenta i jego działania w tym zakresie. Nie dotyczy to okresu na krótko przed wykupem długu przez emitenta
Zmiana w otoczeniu prawnym	Ryzyko prawne	Możliwe są niekorzystne zmiany dla emitenta papierów dłużnych. Wprowadzenie dodatkowych podatków od dochodów inwestycyjnych może obniżyć zarówno popyt na nie, jak i ceny rynkowe	Zapoznawać się na bieżąco z regulacjami dotyczącymi zarówno emitenta, jak i funkcjonowania rynku kapitałowego
Brak odpowiedniej wiedzy o nabywanych instrumentach finansowych	Ryzyko lokacyjne	Inwestorowi grozi utrata spodziewanej korzyści z inwestycji, a nawet utrata całego zainwestowanego kapitału	Uzupełnić wiedzę na temat instrumentów, których zakup jest planowany – nie robić tego pod wpływem chwili bądź namowy
Problemy dotyczące listów zastawnych	Ryzyko złożone	Ryzyko składa się z ryzyka emitenta (banku) listów oraz kredytobiorcy, pod dług którego bank wypuścił listy	Obserwować sytuację zarówno banku, jak i kredytobiorcy

Jak widać, istnieje wiele czynników, które należy monitorować i przeprowadzać analizę ich wpływu na portfel inwestycyjny. Wymaga to oczywiście czasu, odpowiednich narzędzi i umiejętności ich stosowania. Mimo to inwestycja w najbardziej niebezpieczne papiery dłużne jest o wiele bezpieczniejsza niż inwestycja w papiery udziałowe – w przypadku upadłości emitenta z masy upadłościowej najpierw spłacane wszystkie zobowiązania (a obligacje i listy zastawne do nich należą), a dopiero na końcu proporcjonalnie będą spłacani wszyscy udziałowcy (o ile będzie z czego).

### **2.3.2. Ryzyko inwestycji w udziałowe papiery wartościowe**

Do udziałowych papierów wartościowych zalicza się akcje oraz inne udziały w spółkach (np. certyfikaty inwestycyjne). Stanowią one dla inwestora alternatywę względem inwestycji w dłużne papiery wartościowe. Inwestycja w akcje (nabycie udziałów) wiąże się jednak z pewnym ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału w razie upadłości spółki akcyjnej, stwarza natomiast szansę osiągnięcia o wiele wyższej stopy zwrotu niż na rynku długu. Drugą ważną cechą jest to, że akcje charakteryzują się dużą zmiennością cen w krótkich odcinkach czasowych, przy czym płynność rynku akcji jest o wiele wyższa niż obligacji, co stwarza szansę szybkiej zamiany kapitału na inne aktywa.

W odróżnieniu od papierów dłużnych emitentem akcji może być wyłącznie spółka akcyjna (korporacja). Akcja jest dokumentem stwierdzającym pewne prawa korporacyjne dla ich posiadaczy zwanych akcjonariuszami – stają się oni współwłaścicielami spółki akcyjnej, stąd ich druga nazwa: „papiery właścicielskie”. Prawa akcjonariuszy mogą mieć charakter materialny i niematerialny. Ten pierwszy dotyczy prawa do dywidend (wypłacanych od wypracowanego zysku) oraz części majątku spółki w razie jej rozwiązania lub likwidacji. Druga grupa praw wiąże się z możliwością wpływu na podejmowane w spółce decyzje zapadające na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (jako wynik głosowania) lub inne działania, określone w statucie spółki i w ustawodawstwie (m.in. w kodeksie spółek handlowych). Emitowane akcje mogą być imienne lub na okaziciela oraz zwykłe lub uprzywilejowane (np. pod względem liczby głosów na walnym zgromadzeniu). Znakomitą większość akcji dopuszczonych do publicznego obrotu, zwłaszcza tych, którymi handluje się na giełdzie, stanowią jednak akcje zwykłe, na okaziciela.

Zatem w porównaniu z obligacjami (które to najczęściej są rozważane przez inwestora jako alternatywna inwestycja) akcje dają ich posiadaczowi możliwość osiągnięcia o wiele wyższych zarobków przy wyższym prawdopodobieństwie utraty kapitału. Inwestycje w akcje są zazwyczaj bardziej narażone na ryzyko niż inwestycje w obligacje.

Jak podaje Encyklopedia Zarządzania: „Certyfikaty inwestycyjne to tytuły uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym. Ustawodawca podał kilka rodzajów różnego rodzaju tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, nadając im odmienny charakter prawny. Tytułem uczestnictwa w funduszach otwartych oraz specjalistycznych funduszach otwartych jest jednostka uczestnictwa, natomiast w funduszach zamkniętych, specjalistycznych funduszach zamkniętych, a także funduszach mieszanych tytułem uczestnictwa są certyfikaty inwestycyjne” (Encyklopedia Zarządzania).

Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są instrumentami, które z założenia powinny ograniczać ryzyko inwestycji. Założenie to wynika stąd, że

inwestycje w ramach działalności funduszy inwestycyjnych są dokonywane przez specjalistów rynków finansowych. Ich wiedza oraz przyjęte zasady inwestowania powinny ograniczać ryzyko przy maksymalizacji wartości jednostek uczestnictwa. Na rynkach istnieje szereg funduszy inwestycyjnych lokujących środki w różne instrumenty finansowe (nie tylko papiery wartościowe) (Rebilas 2013, s. 132). Wybierając fundusz inwestycyjny, inwestor musi jednak uwzględnić wiele parametrów, m.in. skład portfela inwestycyjnego, który bezpośrednio przekłada się na ryzyko.

Wśród papierów udziałowych największy obrót obserwuje się jednak na rynku akcji. Czynniki i rodzaje ryzyka dotyczące inwestycji w papiery udziałowe oraz krótki opis ich negatywnego wpływu i zaleceń dla inwestora zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Czynniki i rodzaje ryzyka przy zakupie papierów udziałowych

<b>Czynnik ryzyka</b>	<b>Rodzaj ryzyka</b>	<b>Opis zagrożenia</b>	<b>Zalecenia dla inwestora</b>
Zmiany kursów akcji i walut, stóp procentowych i cen towarów w gospodarce	Ryzyko systematyczne	Ryzyko to jest związane z ogólną sytuacją w kraju, która może przyczynić się do niestabilności i bessy na krajowym rynku akcji	Dywersyfikować portfel akcji pod względem kraju pochodzenia emitenta
Struktura źródeł finansowania i posiadanego majątku, możliwość aktywnego oddziaływania na przychody i koszty	Ryzyko specyficzne	Ryzyko jest związane z funkcjonowaniem spółki emitenta	Dywersyfikować portfel akcji pod względem emitentów
Sytuacja finansowa emitenta	Ryzyko firmy, ryzyko bankructwa	Emitent może nie przestrzegać terminów wypłaty dywidend, co jest bezpośrednio związane z wypracowanym zyskiem i przekazaniem jego części do podziału	Na bieżąco zapoznawać się i analizować sprawozdania finansowe spółki emitenta
Kondycja gospodarki krajowej emitenta	Ryzyko rynkowe	Wiąże się ze spadkiem cen akcji, które są zależne od ogólnej sytuacji na rynku	Obserwować trendy rynkowe i dywersyfikować wedle kryterium kraju
Kondycja branży lub sektora	Ryzyko branżowe/ sektorowe	Problemy w branży (sektorze) przekładają się na problemy w działalności poszczególnych spółek z tej branży	Dywersyfikować portfel akcji według kryterium branżowego

Tabela 3 cd.

<b>Czynnik ryzyka</b>	<b>Rodzaj ryzyka</b>	<b>Opis zagrożenia</b>	<b>Zalecenia dla inwestora</b>
Zmiany rynkowych stóp procentowych	Ryzyko zmiany wartości, ryzyko stopy procentowej	W przypadku wysokich stóp procentowych obserwuje się spadek zainteresowania papierami udziałowymi, co przekłada się na spadek ich cen na rynku kapitałowym	Zamienić część papierów udziałowych w portfelu na bezpieczniejsze papiery dłużne
Spadek rynkowych stóp procentowych	Ryzyko reinwestycji dywidend	Następuje obniżenie dochodu z reinwestowanej dywidendy	Inwestować w papiery o zmiennym dochodzie
Spadek notowań akcji	Ryzyko płynności	Niepewność związana jest z możliwością szybkiego wyjścia z inwestycji z niewielkim zyskiem lub stratą	Ograniczyć udział akcji mniej znanych emitentów w portfelu inwestycyjnym. Na bieżąco sprawdzać ich notowania giełdowe
Problemy emitenta w prowadzeniu biznesu	Ryzyko biznesu	Następuje pogorszenie się wyników podmiotu emitującego instrumenty, które przekłada się na spadek cen jego akcji	Dywersyfikować portfel pod względem spółek i branż oraz monitorować osiągnięte przez spółkę wyniki finansowe oraz nowe projekty inwestycyjne
Ogólne pogorszenie sytuacji gospodarczej w kraju	Ryzyko makroekonomiczne	Następuje spadek zainteresowania inwestorów akcjami z danego kraju – w konsekwencji spadek ich wartości rynkowej	Dywersyfikować portfel pod względem kraju pochodzenia spółek i kraju prowadzenia działalności
Zmiany priorytetów gospodarczych w kraju	Ryzyko polityczne	Uchwalenie ustawy lub aktów wykonawczych może przyczynić się do pogorszenia sytuacji gospodarczej w kraju, co może obniżyć rentowność inwestycji w akcje wielu emitentów krajowych. W rezultacie nastąpi bessy na rynku, a następnie spadek zaufania inwestorów i masowa wyprzedaż akcji, co jest równoznaczne z utratą ich wartości rynkowej	Monitorować i analizować na bieżąco otoczenie regulacyjne emitenta celem podjęcia świadomej decyzji o sprzedaży, zakupie lub utrzymaniu danych aktywów

Tabela 3 cd.

Zakłócenia gospodarczo-polityczne w krajach sąsiadujących	Ryzyko geo-polityczne	Wzrasta zaniepokojenie dużej liczby inwestorów odnośnie do tego rynku, co przekłada się na gwałtowne zwiększenie podaży papierów i spadek ich ceny	Zdobywać informacje i je analizować
Problemy konkretnego emitenta	Ryzyko zdarzeń losowych	Konsekwencje są trudne do przewidzenia	Śledzić na bieżąco różne informacje na temat emitenta papierów
Niepełne lub zniekształcone informacje	Ryzyko informacji	Informacje są podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ryzyko informacji może grozić nietrafnością inwestycji, a nawet zagrożeniem utraty kapitału	Korzystać ze sprawdzonych źródeł informacji i weryfikować je z innymi źródłami
Zmiana faz cyklu koniunkturalnego	Ryzyko koniunkturalne	Ponieważ fazy kryzysu i depresji cechuje wyższe prawdopodobieństwo bankructw, inwestycje przenoszą się na rynek bezpieczniejszych papierów dłużnych. Wówczas spada popyt na papiery udziałowe oraz ich ceny rynkowe	Obserwować wskaźniki rozwoju gospodarczego celem określenia fazy cyklu i prognozowania najbliższej zmiany. Dopasowywać portfel do faz cyklu koniunkturalnego
Zmiany strukturalne w kraju emitenta	Ryzyko rynkowe, ryzyko polityczne	Pojawia się niepewność w otoczeniu gospodarczym lub politycznym emitenta, co może przełożyć się na obniżenie wartości spółki, a tym samym też jej akcji	Śledzić sytuację polityczno-gospodarczą w kraju emitenta
Zmiana kursu waluty, w której denominowano akcje	Ryzyko walutowe	Pojawia się niepewność co do kursu zamiany waluty obcej na krajową w razie sprzedaży akcji na rynku wtórnym	Obserwować i prognozować zmiany na rynku walutowym celem przeformatowania portfela inwestycyjnego
Pojawienie się na rynku bardziej atrakcyjnych papierów	Ryzyko konkurencyjności	Bardziej atrakcyjne papiery o zbliżonym ryzyku i stopie zwrotu mogą obniżyć cenę rynkową odsprzedazy posiadanych przez inwestora papierów udziałowych	Monitorować rynek papierów udziałowych i dynamicznie zmieniać skład portfela inwestycyjnego
Wzrost wymagań środowiskowych dla emitenta	Ryzyko środowiskowe	W przypadku pogorszenia się wizerunku ekologicznego emitenta lub wzrostu kosztów jego działalności na skutek nowych wymagań spadnie jego wartość rynkowa, a w konsekwencji ceny jego akcji	Na bieżąco obserwować status środowiskowy emitenta i dokonywać przemyślanych zmian portfela inwestycyjnego



Tabela 3 cd.

<b>Czynnik ryzyka</b>	<b>Rodzaj ryzyka</b>	<b>Opis zagrożenia</b>	<b>Zalecenia dla inwestora</b>
Napięcia społeczne dotyczące emitenta	Ryzyko społeczne	Konflikty społeczne mogą odbić się na wizerunku emitenta i w konsekwencji obniżyć zainteresowanie jego akcjami, co przełoży się na spadek ich cen rynkowych	Monitorować sytuację społeczną emitenta i jego działania w tym zakresie
Zmiana w otoczeniu prawnym	Ryzyko prawne	Niekorzystne zmiany dla spółki emitenta papierów dłużnych odbiją się na jego wartości rynkowej i jego akcjach. Wprowadzenie dodatkowych podatków od dochodów inwestycyjnych może obniżyć popyt na akcje	Zapoznawać się na bieżąco z regulacjami dotyczącymi zarówno emitenta, jak i funkcjonowania rynku kapitałowego
Brak odpowiedniej wiedzy o nabywanych instrumentach finansowych	Ryzyko lokacyjne	Inwestorowi grozi utrata spodziewanej korzyści z inwestycji, a nawet utrata całego zainwestowanego kapitału	Uzupełnić wiedzę na temat instrumentów, które planuje się kupić – nie robić tego pod wpływem chwili bądź namowy
Problemy dotyczące certyfikatów inwestycyjnych	Ryzyko portfelowe	Ponieważ to akcyjny fundusz inwestycyjny zarządza portfelem, który jest mocno rozbudowany, nie ma możliwości wpływu na jego stopę zwrotu i ryzyko	Obserwować sytuację funduszu inwestycyjnego

Przytoczone czynniki i rodzaje ryzyka powinny być traktowane jako wskazówki dla inwestora, choć każdy z nich musi określić własny profil ryzyka inwestycyjnego i opracować wariantowy plan działań, który być może trzeba będzie szybko uruchomić w przypadku gwałtownych zmian w otoczeniu zewnętrznym.

Ponieważ rynek kapitałowy jest rynkiem zorganizowanym (funkcjonującym w postaci giełd i elektronicznych platform obrotu), mocno standaryzowanym i nadzorowanym, a co więcej – ma długą historię (w danych statystycznych i sprawozdaniach emitentów), to zarządzanie ryzykiem inwestycji na tym rynku może być łatwiejsze. Z drugiej jednak strony rynek kapitałowy jest rynkiem wrażliwym na wpływ różnych pojawiających się informacji, co często przekłada się na zachowania inwestorów. Jeśli dodamy do tego duże kwoty inwestycji, należy się liczyć z wysokim ryzykiem nawet przy niewielkich zmianach cen instrumentów finansowych.

Inaczej sytuacja wygląda w przypadku inwestycji materialnych – tu głównym problemem jest to, że każdy projekt inwestycyjny jest indywidualny, więc nie da się zastosować do niego żadnych standardów czy regulacji, brakuje też rzetelnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka.

## Rozdział 3

# RYZIKO INWESTYCJI W OBIEKTY BUDOWLANE NA PRZYKŁADZIE NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

### 3.1. Inwestycje w obiekty budowlane

Jednym z najstarszych obszarów działalności człowieka jest zapewnienie sobie i swojej grupie społecznej praw do przestrzeni życiowej, do zaspokojenia potrzeb związanych z egzystencją i potrzeby bezpieczeństwa. Pole, dom, mieszkanie czy też – używając sformułowań prawnych – nieruchomości zawsze stanowiły szczególny przedmiot pożądaną i cel działań. Pomimo swojej specyfiki i niepowtarzalności nieruchomości stanowią jeden z wielu towarów, które są przedmiotem transakcji na rynku lub przedmiotem podejmowania decyzji inwestycyjnych (Belej, Cellmer 2006, s. 13).

Inwestycje w nieruchomości są ściśle związane z obiektem budowlanym i procesem budowy. Według ustawy Prawo budowlane (Ustawa 1994) **obiekt budowlany** to budynek, budowla „bądź obiekt małej architektury, wraz z instalacjami zapewniającymi możliwość użytkowania obiektu zgodnie z jego przeznaczeniem, wzniesiony z użyciem wyrobów budowlanych”. Przez pojęcie **budynku** należy „rozumieć taki obiekt budowlany, który jest trwale związany z gruntem, wydzielony z przestrzeni za pomocą przegród budowlanych oraz posiada fundamenty i dach”. Z kolei **budowla** to:

[...] każdy obiekt budowlany niebędący budynkiem lub obiektem małej architektury, jak: obiekty liniowe, lotniska, mosty, wiadukty, estakady, tunele, przepusty, sieci techniczne, wolno stojące maszty antenowe, wolno stojące trwale związane z gruntem tablice reklamowe i urządzenia reklamowe, budowle ziemne, obronne (fortyfikacje), ochronne, hydrotechniczne, zbiorniki, wolno stojące instalacje przemysłowe lub urządzenia techniczne, oczyszczalnie ścieków, składowiska odpadów, stacje uzdatniania wody, konstrukcje oporowe, nadziemne i podziemne przejścia dla pieszych, sieci uzbrojenia terenu, budowle sportowe, cmentarze, pomniki, a także części budowlane urządzeń technicznych (kotłów, pieców przemysłowych, elektrowni jądrowych, elektrowni wiatrowych, morskich turbin wiatrowych i innych urządzeń) oraz fundamenty pod maszyny i urządzenia, jako odrębne pod względem technicznym części przedmiotów składających się na całość użytkową (Ustawa 1994).

Natomiast **budowa** to „wykonywanie obiektu budowlanego w określonym miejscu, a także odbudowa, rozbudowa, nadbudowa obiektu budowlanego”, a **roboty budowlane** to budowa, „a także prace polegające na przebudowie, montażu, remoncie

lub rozbiórcze obiektu budowlanego”. Każdą robotę budowlaną można zatem uznać za przedsięwzięcie budowlane, a ponieważ często ma ona w sobie cechy indywidualne, używa się też określenia „projekt budowlany”.

Ryzyko inwestycji w obiekty budowlane zależy przede wszystkim od ich charakteru, lokalizacji, typu wykorzystywanych surowców i technologii. Można jednak wskazać szereg zagrożeń wspólnych, jak np. rygor pandemii, spadek podaży i wzrost cen materiałów budowlanych, wysokie koszty prowadzenia działalności, zmiany w systemie podatkowym (np. Polski Ład), wojna w Ukrainie, czego konsekwencją jest gwałtowny wzrost cen paliw i energii oraz brak rąk do pracy.

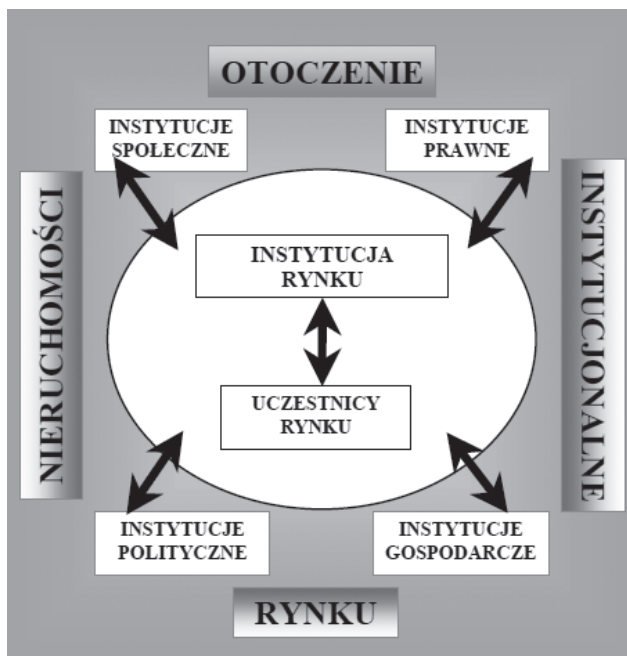
W 2021 roku ponad 60% firm budowlanych miało problemy, których źródłem były **zatory płatnicze**. Jak podaje Krajowy Rejestr Długów (dane z grudnia 2021), budownictwo, zaraz po handlu, to jedna z najbardziej obciążonych długami branż w polskiej gospodarce. Na koniec 2021 roku w bazie danych Krajowego Rejestru Długów widniało 47 093 dłużników z branży budowlanej, którzy mieli 1,54 mld zł zaległości. Ponadto z analiz Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej wynika, że w 2021 roku przeprowadzono 1888 postępowań restrukturyzacyjnych, z czego 160 dotyczyło firm z branży budowlanej. Zbankrutowało 51 przedsiębiorstw z tego sektora. Firmy budowlane od lat mają bardzo **niską rentowność**, czyli wykonawcy zarabiają mało w stosunku do skali prowadzonych prac. Niska rentowność to chroniczna słabość finansowa polskich firm budowlanych, która jest jedną z przyczyn obecnej fali niewypłacalności w budownictwie, obok wzrostu cen materiałów budowlanych i zatrudnienia oraz braku ludzi do pracy. W rezultacie w 2021 roku łącznie 203 firmy budowlane ogłosiły **bankructwa**. Zdaniem analityków rok 2022 może być dla budownictwa jeszcze trudniejszy niż poprzedni (Czechowska 2022).

Realizacja inwestycji budowlanej w ogromnym stopniu zależy od kondycji finansowej wykonawców i podwykonawców robót budowlanych. Dlatego ich ryzyko przekłada się na ryzyko inwestora, który zakłada terminowość wykonania i rentowność inwestycji.

## 3.2. Inwestowanie na rynku nieruchomości

### 3.2.1. Instytucjonalny model rynku nieruchomości

Funkcjonowanie każdego rynku jest nierozzerwalnie związane z właściwym dla danego miejsca i czasu otoczeniem instytucjonalnym – ekonomicznym, społecznym, politycznym i prawnym. W przypadku rynku nieruchomości istnieje on wtedy, gdy istnieją jego uczestnicy (zarówno indywidualni, jak i zorganizowani), których działalność dotyczy wprost lub pośrednio pojedynczych nieruchomości lub ich zasobów obejmujących zwykle duże obszary (rys. 3). Można opisywać go w aspekcie cech rynkowych i nierynkowych, ukazując stopień decentralizacji i działania reguł formalnych i nieformalnych, na przykład za pomocą opisu rodzaju praw do nieruchomości, zapisów w planach miejscowych czy też rodzaju użytkowania nieruchomości i zasad ich rozwoju (Żróbek, Żróbek 2006, s. 261).



Rys. 3. Model instytucjonalny rynku nieruchomości

Źródło: Zięba 2006, s. 261

Na rynku nieruchomości funkcjonują zarówno podmioty publiczne (Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego), jak i podmioty prywatne (fizyczne i prawne). Wszystkich uczestników rynku można podzielić na cztery podstawowe grupy, a mianowicie:

1. Użytkownicy – zaliczamy do nich właścicieli, dzierżawców i najemców.
2. Dostawcy – to deweloperzy, konstruktorzy, architekci, inżynierowie różnych specjalności, geodeci, inwestorzy, banki, którzy dostarczają szeroko pojęte dobra i usługi.
3. Rząd, władze lokalne – wspomagają w budowie infrastruktury terenu, opracowują plany miejscowe, działając poprzez odpowiednie urzędy, instytucje i sądy, które są ostatecznymi arbitrami w razie konfliktu pomiędzy uczestnikami lub w odniesieniu do możliwości użytkowania nieruchomości.
4. Profesjonaliści – współpracują oni z użytkownikami, dostawcami i władzami rządowymi i lokalnymi. Istnieją trzy typy profesjonalistów uczestniczących w procesie rozwoju nieruchomości, a mianowicie:
  - a) profesjonaliści rynku, którzy oferują porady w zakresie warunków rynkowych i działają jako pośrednicy w transakcjach dotyczących nieruchomości, rzeczoznawcy majątkowi dokonujący wyceny nieruchomości, eksperci, którzy pomagają zbadać i interpretować zapisy planu miejscowego, adwokaci, notariusze, zarządcy nieruchomości, agenci ubezpieczeniowi, doradcy finansowi, księgowi;

- b) profesjonaliści procesów budowlanych – służą swoją wiedzą i doświadczeniem w projektowaniu obiektów i zarządzaniu projektem budowlanym, wspólnie z projektantami mogą przyczynić się do maksymalizacji wartości rynkowej obiektu przy jednoczesnym rozsądnym poziomie koniecznych kosztów;
- c) profesjonaliści informacji i monitoringu – po stronie informacyjnej oceniają oni sytuację na rynku przez dostarczanie danych i analizę kosztów budowy, pomagają w opracowaniu i przyjęciu konkretnych projektów przez oszacowanie kosztów projektu oraz zaplanowaniu programu jego realizacji (Żróbek, Żróbek 2006, s. 264–265).

Przedstawiciele wymienionych grup współdziałają zarówno ze sobą, jak i z otoczeniem zewnętrznym. To ich zachowanie, nastroje i działania kształtują specyficzne warunki na lokalnym i krajowym rynku nieruchomości.

W ostatnich latach zaszły też duże zmiany na krajowym rynku pracy, który stał się bardziej dynamiczny i otwarty – pracownicy nie mają już większych oporów przed przeprowadzką do innych miejscowości, pod warunkiem uzyskania awansu lub powiększenia wiedzy i umiejętności. W związku z tym wzrosło zapotrzebowanie na rynku najmu nieruchomości, zwłaszcza w dużych metropoliach, jednak rynek nieruchomości nie nadążał za zwiększonym popytem i nowymi standardami mieszkaniowymi. Przyczyniło się to do powstania zjawiska nazywanego *house flipping*<sup>2</sup>, co oznacza zakup lokalu mieszkalnego (o niskim standardzie lub w złym stanie technicznym i/lub prawnym) po cenie znacznie niższej od ceny rynkowej, a po jego remoncie – szybkiej sprzedaży po cenie rynkowej. Do tego zjawiska należą również przeróbki większych mieszkań na kilka mniejszych (pod wynajem), co nie zawsze jest zgodne z prawem budowlanym.

Główną rolą profesjonalistów w rozwoju nieruchomościami jest pomagać w formułowaniu kierunków rozwoju i podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jakkolwiek to nie doradcy podejmują decyzję, to mają oni duży wpływ na ostateczny kształt wybranego wariantu inwestycyjnego i sposób jego realizacji (Żróbek, Żróbek 2006, s. 265).

### **3.2.2. Cechy rynku nieruchomości**

Rynek nieruchomości zdeterminowany jest przez szereg cech o charakterze ekonomicznym, fizycznym i instytucjonalno-prawnym. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- wysoką kapitałochłonność inwestycji;
- trudność, długi czas i wysokie koszty zmiany właściciela nieruchomości;
- wysokie kwoty transakcji;
- wysoki udział kapitału obcego;
- długi okres zwrotu kapitału;
- nieprzejrzystość tego rynku;
- niską płynność przedmiotów obrotu na tym rynku.

<sup>2</sup> Osoby, które zajmują się flippingiem, potocznie nazywa się flipperami.

Wysoka kapitałochłonność inwestycji powoduje, że rynek nieruchomości staje się niedostępny dla mniejszych inwestorów (czyli posiadających niewielkie kwoty wolnych środków pieniężnych), którzy w swoich wyborach muszą ograniczać się do rynku papierów wartościowych i lokat bankowych. Co więcej, zmiana właściciela obiektu budowlanego w trakcie jego budowy to proces żmudny i kosztowny, a więc nie za bardzo przyciąga inwestorów. Wysokie kwoty zakupu nieruchomości i brak możliwości podziału aktywa na mniejsze udziały również działa zniechęcająco na inwestorów, zwłaszcza tych aktywnych, którzy często zmieniają skład swojego portfela inwestycyjnego celem jego dywersyfikacji, w obawie przed wzrostem ryzyka poszczególnych jego składowych.

Z powodu wysokich cen nieruchomości ich zakup często wymusza na inwestorach zaciąganie pożyczek – najczęściej są to kredyty bankowe. Koszt ich obsługi jest jednak niestabilny (najczęściej zmienne oprocentowanie) i nieprzewidywalny, zwłaszcza przy kredytach inwestycyjnych, które – jak wiadomo – są zaciągane na dłuższy okres.

Odsetki płacone od kredytów mogą zatem generować koszty wyższe od początkowo zakładanych. Inwestorzy zazwyczaj trzymają się zasady: jeśli stopa oprocentowania kredytu jest niższa niż stopa zwrotu z inwestycji, to opłaca się ją finansować z kapitałów obcych; w przeciwnym razie stopa zwrotu spadnie, a być może nawet trzeba będzie się dokładać do interesu. W przypadku finansowania inwestycji w nieruchomości ze środków własnych (z zysku lub oszczędności) jej opłacalność obniża się z powodu płaconych podatków.

Inwestycje w nieruchomości zwykle należą do grupy inwestycji rzeczowych (zakup gruntu, jego zabudowa, rozbudowa, modernizacja). Mogą też zaliczać się do inwestycji finansowych, pod warunkiem:

- nabycia udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości;
- zakupu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych inwestujących w nieruchomości;
- nabycia papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności, zabezpieczonych hipoteką (Kucharska-Stasiak 2006, s. 109).

Następne rozważania będą dotyczyć inwestycji w nieruchomości w sensie inwestycji rzeczowych.

### 3.2.3. Opłacalność inwestycji w nieruchomości

Ogólnie rzecz ujmując, opłacalność inwestycji na rynku nieruchomości wiąże się z dwoma parametrami – są to zwrot i ryzyko. Zwrot w tym przypadku można wyrazić jako:

- stopę dochodu (stopę kapitalizacji) – jest obliczana jako stosunek rocznego ustabilizowanego dochodu operacyjnego netto do ceny nabycia nieruchomości; odwzorowuje ona ryzyko lokalizacji, ekonomiczne, polityczne, osiągnięcie dochodu ze względu na stan techniczny, standard, kubaturę, ryzyko najemcy, ryzyko zarządcy itp.;

- stopę rentowności (stopę dyskontową, stopę zwrotu) – zrównuje ona wszystkie korzyści z nieruchomości ze zdyskontowanymi wydatkami (łącznie z wydatkiem na zakup nieruchomości) (Sitek 2014, s. 247); proces dyskontowania jest istotny ze względu na długi okres oczekiwania zwrotu z projektu budowlanego, będący skutkiem jego okresu realizacji – często wynosi on od kilkunastu do kilkudziesięciu miesięcy, a nawet kilku lat.

Przedsięwzięcie inwestycyjne na rynku nieruchomości, zresztą jak każde inne, obarczone jest pewnym ryzykiem, które wynika m.in. z niedoskonałości informacji, zmienności otoczenia, trudności z przewidywaniem pewnych wydarzeń i zjawisk.

W przypadku rynku nieruchomości istnieją spore trudności ze zdobyciem rzetelnych informacji na temat jego wskaźników rynkowych (popyt, cena, koszty itp.). Wysoka wartość zaangażowanego kapitału inwestycyjnego w połączeniu z długim okresem zwrotu kapitału (dopiero po oddaniu obiektu do użytku) i nieprzejrzystością rynku zmniejsza zainteresowanie inwestorów, co czyni rynek mało płynnym. W tej sytuacji ważną rolę odgrywają fundusze zbiorowego inwestowania, które trzymają w swoich portfelach akcje spółek budowlanych. Wpływ na wzrost ryzyka ma też otoczenie, w którym rynek funkcjonuje. Zmiany, jakie zachodzą w jego poszczególnych elementach, mogą przyczynić się do sporych kłopotów, a nawet strat inwestora. Dotyczy to zwłaszcza tych zmian, które są nieoczekiwane (czyli występujące rzadko albo wcale), a więc inwestor nie zabezpieczył się przed nimi w żaden sposób.

Wszystkie potencjalne niebezpieczeństwa mogą stać się źródłem ryzyka, dlatego tak ważna jest analiza obszarów występowania ryzyka, identyfikacja jego rodzajów, ocena prawdopodobieństwa ich urzeczywistnienia i oszacowanie możliwych do poniesienia strat.

### **3.3. Obszary występowania ryzyka w projektach budowlanych**

Pojęcie projektu budowlanego jest dość szerokie, obejmuje bowiem powstawanie budynków (mieszkalnych, komercyjnych, użyteczności publicznej), budowli (obiektów przemysłowych i infrastrukturalnych) oraz obiektów małej architektury. Może ono dotyczyć też ich remontu lub modernizacji. Niemniej jednak istnieje szereg obszarów ryzyka wspólnych niemal dla wszystkich tego typu projektów.

Według międzynarodowej firmy prawniczej Pinsent Masons<sup>3</sup> budowa jest bez wątpienia przedsięwzięciem ryzykownym, a ryzyka są nieodłącznym elementem każdego projektu. Jej zdaniem ryzyko podatkowe, komunikacyjne i lokalne spotyka się najczęściej i jest ono nieuchronne w związku z projektami budowlanymi. Inne ryzyko, o niższym prawdopodobieństwie wystąpienia, to zdarzenia wynikające z siły wyższej i zmiany prawa. Może ono jednak wystąpić, a jego wpływ na projekt jest znaczny (Teixeira 2011, s. 9). Opinie na temat tego, jakie rodzaje ryzyka są charakterystyczne dla inwestycji w nieruchomości, są różne.

---

<sup>3</sup> Pinsent Masons to międzynarodowa firma prawnicza uznana za wiodącego doradcę prawnego w branży budowlanej i inżynierskiej, energetycznej oraz infrastrukturalnej na całym świecie.

Przykładowo Gawron (2005, s. 8) wymienia następujące jego rodzaje jako główne dla tego typu inwestycji:

- ryzyko trafności koncepcji,
- ryzyko związane z czasem realizacji projektu,
- ryzyko wydłużenia okresu uzgodnień i zezwoleń,
- ryzyko koncepcji finansowania inwestycji,
- ryzyko związane z gruntem budowlanym,
- ryzyko przekroczenia kosztów budowy.

Według Trojanek (2003) w procesie inwestowania w nieruchomości należy uwzględnić następujące niebezpieczeństwa:

- dostępności źródeł finansowania,
- stanu prawnego nieruchomości,
- potencjalnej zdolności do generowania dochodu,
- prognoz analizowanego segmentu rynku,
- popytu w analizowanym segmencie rynku,
- regulacji dotyczących najmu.

Według Łaniewskiego (Puls Biznesu) do najważniejszych zagrożeń pod względem obszarów występowania ryzyka należy zaliczyć:

- ryzyko wystąpienia wypadków w pracy,
- problemy z pozyskiwaniem pracowników i niską retencją,
- nieprzewidziane zdarzenia uzależnione np. od warunków atmosferycznych,
- uszkodzenia lub utratę sprzętu budowlanego,
- problemy projektowe i dokumentacyjne,
- błędne założenia niepokrywające się ze stanem faktycznym,
- zmiany cen materiałów i usług budowlanych,
- problemy z dostawami,
- problemy z kontrahentami,
- źle skonstruowane umowy,
- niewydajne zarządzanie projektem.

Z kolei Kirejczyk i Żochowski (2007, s. 39) uważają, że deweloperom najczęściej zagrażają następujące rodzaje ryzyka:

- deweloperskie (lokalizacja, charakter inwestycji, konkurencja, zmiany na rynku);
- czasu (terminy);
- formalnoprawne (pozwolenia, roszczenia, protesty);
- techniczno-budowlane (grunt, dokumentacja, wykonawca);
- finansowania;
- wzrostu kosztów.

Jak widać, wymienione ryzyka mieszczą się w trzech różnych obszarach – ekonomicznym, organizacyjnym i prawnym.



### 3.4. Identyfikacja czynników ryzyka

Ryzyko pojawia się na każdym z etapów procesu inwestycyjnego. Stanowi ono kombinację wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych, które powodują zakłócenia w realizacji zakładanych celów, co przekłada się na opłacalność projektu oraz rentowność samej organizacji. Koordynacja działań minimalizujących straty i zagrożenia przy zachowaniu jak najwyższej oczekiwanej stopy zwrotu określana jest mianem zarządzania ryzykiem (Siewiera 2018, s. 181).

Ponieważ czynników (a tym samym rodzajów) ryzyka w projektach budowlanych jest wiele, można je sklasyfikować na wiele sposobów, w zależności od źródła pochodzenia. Oczywiście źródła ryzyka to sprawa indywidualna dla każdego projektu i dla każdego uczestnika projektu, co oznacza, że projekt dysponuje własnym, unikalnym zestawem czynników ryzyka. Mimo to przyjmuje się, że istnieje szereg czynników ryzyka wspólnych dla wszystkich projektów budowlanych. Czynniki te zaprezentowano w tabeli 4.

**Tabela 4**

Czynniki ryzyka wspólne dla projektów budowlanych

<b>Kryterium klasyfikacji</b>	<b>Czynniki ryzyka</b>
Budowlane	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zmiany w zakresie robót;</li> <li>– warunki geologiczne i geotechniczne podłoża;</li> <li>– dostęp do placu budowy;</li> <li>– poziom szczegółowości projektu dostarczonego przez właściciela;</li> <li>– opóźnienia w dostarczaniu rysunków i wytycznych;</li> <li>– dostępność zasobów;</li> <li>– wypadki (drogowe, pożary itd.);</li> <li>– błędy w projekcie;</li> <li>– koszty przeprowadzania prób i pobierania próbek;</li> <li>– faktyczne nakłady pracy</li> </ul>
Finansowe i ekonomiczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– inflacja;</li> <li>– dostępność finansowania;</li> <li>– stopy procentowe;</li> <li>– stopa bezrobocia;</li> <li>– opłacalność inwestycji w innych segmentach gospodarki;</li> <li>– faza cyklu koniunkturalnego;</li> <li>– przerwane łańcuchy dostaw;</li> <li>– wzrost wymagań co do standardów nieruchomości;</li> <li>– zmiany cen materiałów budowlanych na rynku globalnym</li> </ul>
Związane z wykonaniem	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wydajność pracy;</li> <li>– wydajność sprzętu;</li> <li>– poprawność doboru użytych materiałów;</li> <li>– wadliwe wykonanie;</li> <li>– zachowania utrudniające wykonanie pracy;</li> <li>– spory pracownicze</li> </ul>

Tabela 4 cd.

Związane z bezpieczeństwem	<ul style="list-style-type: none"> <li>- wandalizm;</li> <li>- terroryzm;</li> <li>- korupcja;</li> <li>- ataki;</li> <li>- zaniedbania;</li> <li>- wtargnięcie;</li> <li>- konflikty i wojny</li> </ul>
Umowne i prawne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- opóźnienia w rozstrzyganiu sporów;</li> <li>- opóźnienia w płatnościach kontraktowych i dodatkowych;</li> <li>- negocjacja zmiany zamówień;</li> <li>- niewypłacalność wykonawcy lub podwykonawcy;</li> <li>- zmiany w krajowych regulacjach prawnych;</li> <li>- zmiany przepisów branżowych;</li> <li>- zmiany systemu podatkowego</li> </ul>
Fizyczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- warunki geologiczne i geotechniczne podłoża;</li> <li>- warunki hydrogeologiczne;</li> <li>- topografia;</li> <li>- klęski żywiołowe</li> </ul>
Polityczne i społeczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- dostępność ziemi na cele budowy;</li> <li>- uzyskanie pozwoleń budowlanych;</li> <li>- działania organów fiskalnych państwa;</li> <li>- niestabilność sytuacji politycznej lokalnej, regionalnej, krajowej;</li> <li>- kwestie ochrony środowiska;</li> <li>- przepisy (bezpieczeństwa lub pracy);</li> <li>- zamieszki;</li> <li>- strajki</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie Guerra, Teixeira 2011

Poza tym można dodać następujące rodzaje zagrożeń będących przyczyną ryzyka w działalności gospodarczej:

- nieosiągnięcie założonej rentowności – może wiązać się z ryzykiem zbyt niskiego zysku albo zbyt wysokich kosztów, albo obu czynników jednocześnie;
- ryzyko płynności – związane z często powtarzającymi się i długotrwałymi zatorami płatniczymi między partnerami w branży;
- ryzyko bankructwa – wymienione ryzyka mogą doprowadzić do całkowitej upadłości przedsiębiorstwa.

Duża liczba zagrożeń pojawiła się w pierwszym kwartale 2022 roku, m.in.:

- nowy system podatkowy (Polski Ład);
- dwucyfrowy wzrost inflacji;
- zawirowania na globalnym rynku w związku z inwazją Rosji na Ukrainę;
- obciążenie budżetu Polski związane z przyjmowaniem uchodźców wojennych;
- zauważalny odpływ pracowników branży budowlanej (obywateli Ukrainy);
- zmiana europejskiej polityki energetycznej (rezygnacja lub istotne ograniczenie dostaw surowców z Rosji);
- wzrost cen energii;
- wzrost cen paliw.

Podsumowując, można stwierdzić, że proces inwestowania w nieruchomości charakteryzuje się złożonością, dynamicznym charakterem, kapitałochłonnością oraz czasochłonnością. Jest on dość specyficzny, a specyfika ta wynika z uwarunkowań realizacji inwestycji, charakteru obiektów (które są efektem procesu inwestycyjnego) oraz lokalizacji, które często determinują stosowane technologie. Zadania podejmowane w ramach procesu inwestycyjnego wymagają synchronizacji oraz koordynacji i wymuszają powstanie pewnego złożonego systemu powiązań pomiędzy uczestnikami wspólnego przedsięwzięcia inwestycyjnego (Henzel 2004, s. 117). Z kolei zarządzanie procesem inwestycyjnym należy uzupełnić o zarządzanie ryzykiem, które może przyjmować różne formy w zależności od czynników ryzyka i ich pochodzenia.

### **3.5. Rodzaje ryzyka w deweloperskiej inwestycji budowlanej**

Na bieżącą sytuację inwestora-dewelopera mają wpływ uwarunkowania zewnętrzne i wewnętrzne. Pierwszą grupę tworzą czynniki pochodzące z bliższego (czyli rynkowego) oraz z dalszego (czyli społeczno-gospodarczego) otoczenia, natomiast drugą – czynniki o charakterze technicznym, organizacyjnym, prawnym i finansowym. Czynniki techniczne związane są z charakterystyką działki i jej uzbrojenia, etapem realizacji inwestycji (stanem nieruchomości) oraz wyposażeniem mechaniczno-technologicznym. Wpływ czynników organizacyjnych zależy od struktury organizacji, procesów zarządzania w niej, kwalifikacji personelu i realizowanej obecnie polityki społecznej. Uwarunkowania prawne wynikają z obowiązujących przepisów ogólnych, lokalnych, branżowych oraz z podpisanych umów. Wreszcie czynniki finansowe (które to decydują o przetrwaniu organizacji) wiążą się z bieżącymi kosztami prowadzenia działalności gospodarczej, sposobem finansowania inwestycji (czyli poprawnością jego struktury uwzględniającej proporcje między kapitałem własnym a obcym), zdolnością do bieżącego regulowania zobowiązań dotyczących działalności operacyjnej oraz terminowością obsługi kapitału obcego (rat kredytów bankowych lub wypłat za obligacjami).

Proces zarządzania ryzykiem należy rozpocząć od określenia jego źródeł, które są związane z otoczeniem:

- mikrogospodarczym – związanym *stricte* z realizacją danego przedsięwzięcia inwestycyjnego;
- mezogospodarczym – charakterystycznym dla danej branży (ryzyko postępu technicznego, efektywnego popytu, przepisów prawnych, nowych konkurentów, branży dostawców);
- makrogospodarczym – wynikającym z ogólnego stanu gospodarki krajowej (np. ryzyko walutowe, stóp procentowych, inflacji, polityczne, prawne);
- megagospodarczym – związanym z procesami zachodzącymi w gospodarce globalnej (międzynarodowej i światowej).

Zarządzanie ryzykiem w kontekście inwestycji deweloperskiej może dotyczyć zarówno działań operacyjnych (podejmowanych w celu utrzymania tempa wykonywania bieżących zadań), jak i strategicznych (w celu dokończenia inwestycji w całości, w zaplanowanym czasie i w zaplanowanych kosztach).

W przypadku projektów budowlanych należy rozróżnić dwa rodzaje ryzyka: ryzyko firmy budowlanej (np. dewelopera) wykonującej zlecenie oraz ryzyko inwestora (osoby fizycznej/prawnej zamawiającej budowę obiektu). W pierwszym przypadku bardziej właściwe byłoby określenie „ryzyko inwestycyjne”, natomiast w drugim – „ryzyka w budownictwie”.

Inwestycje deweloperskie zalicza się do najbardziej ryzykownych działań przedsiębiorczych, ponieważ wymagają one zaangażowania relatywnie wysokiego kapitału, który jest zamrożony przez okres budowy i sprzedaży, więc nie ma możliwości jego zamiany na inne formy inwestycji, które umożliwiłyby dywersyfikację portfela inwestycyjnego (a tym samym ograniczenie ryzyka) i przynosiłyby większe stopy zwrotu. W dodatku z reguły adresowane są one do relatywnie niewielkiego rynku, na którym przyszły popyt jest bardzo niepewny. W budownictwie przeznaczonym na sprzedaż ryzykiem mogą być objęte bezpośrednio **oba podmioty**, tj. firma deweloperska oraz inwestorzy (przyszli lokatorzy, nabywcy mieszkań). W przypadku gdy firma deweloperska dokonuje naboru i sprzedaje domy (mieszkania) po ich wybudowaniu, praktycznie tylko ona ponosi ryzyko (Sitek 2014, s. 249). Ryzyka obu grup można analizować kompleksowo, ponieważ często się one przeplatają, a podmioty z obu grup wzajemnie na siebie oddziałują.

Podstawowe ryzyko **dewelопера** budującego mieszkania na sprzedaż polega na tym, że z powodu nieodpowiadającej wymogom rynku koncepcji inwestycji, spowodowanej najczęściej niewystarczająco atrakcyjną lokalizacją i koncepcją użytkowania lub pogorszeniem sytuacji na rynku lokalnym, mogą pojawić się trudności ze sprzedażą. Ryzyko to jest tym większe, im bardziej deweloper oddala się od segmentu rynku, z którego się wywodzi, i szczególnie duże, jeżeli próbuje realizować inwestycje, w zakresie których nie ma doświadczenia, w lokalizacjach, które są mu nieznanne, i w skali przerastającej jego zdolności menedżerskie i finansowe. Ryzyko to rośnie zwłaszcza wtedy, gdy inwestycja rozpoczynana jest w końcowej fazie cyklu koniunkturalnego, kiedy szybko rosnąca podaż dogania słabnący popyt i gdy końcowa faza inwestycji może przypaść na fazę pogłębiającej się dekonunktury (Kirejczyk, Żochowski 2007, s. 39). Liczba czynników ryzyka wzrasta wraz ze wzrostem skali projektów budowlanych oraz skracaniem się terminów ich realizacji.

Kucharska-Stasiak (2006, s. 111) uważa, że poza ogólnymi rodzajami ryzyka inwestorzy rynku nieruchomości napotykać dodatkowe źródła ryzyka, takie jak:

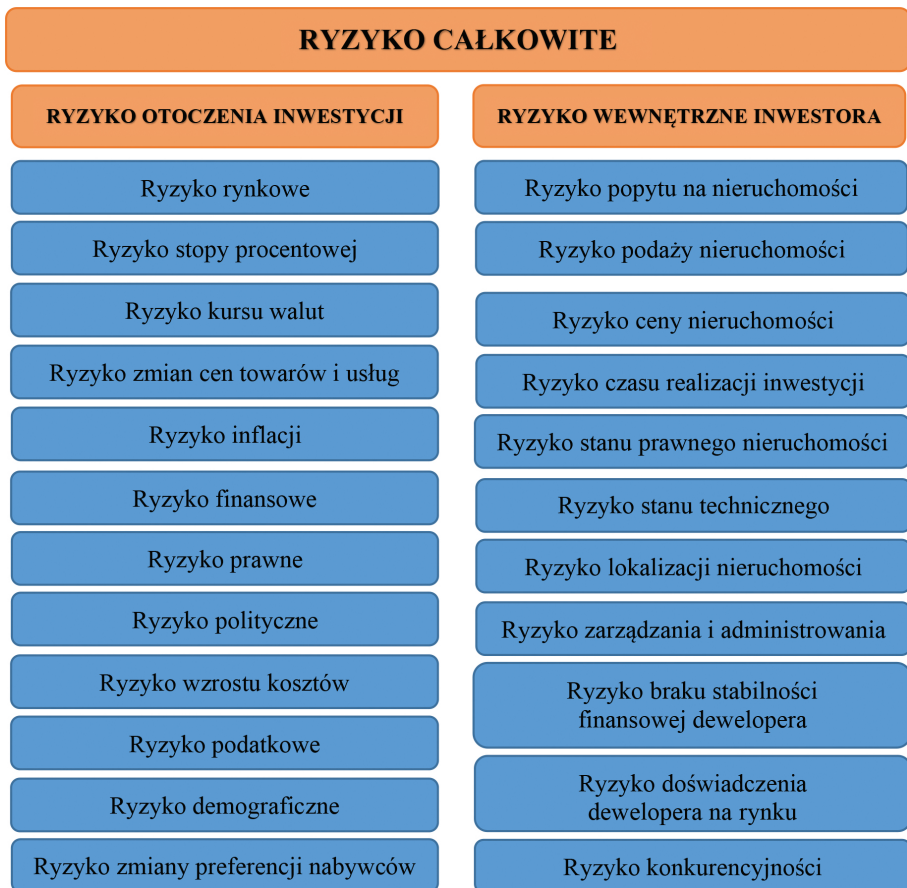
- ryzyko prawne, rozumiane jako ryzyko związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości, z niedoskonałością instytucji ksiąg wieczystych, a także wynikające ze zmian w otoczeniu prawnym (np. w planach zagospodarowania przestrzennego), z wymogów dotyczących ochrony środowiska lub zmian w systemie podatkowym;
- ryzyko otoczenia, wynikające ze zmian w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości;
- ryzyko zarządzania, które wynika z konieczności permanentnej obsługi lokat w nieruchomości.

Gawron (2006, s. 163) z kolei twierdzi, że na ryzyko deweloperskich inwestycji mieszkaniowych składają się:

- ryzyko trafności koncepcji,
- ryzyko związane z czasem przygotowania projektu,
- ryzyko wydłużenia okresu uzgodnień i zezwoleń,
- ryzyko koncepcji finansowania inwestycji,
- ryzyko związane z gruntem budowlanym,
- ryzyko przekroczenia kosztów budowy.

Siemińska (2007, s. 27–38) wyróżnia trzy grupy ryzyka przy realizacji inwestycji na rynku mieszkaniowym:

1. ryzyko systematyczne (polityczne, ekonomiczne, pogodowe);
2. ryzyko projektu (techniczno-technologiczne, rynkowe, personalne, finansowania);
3. ryzyko systemu (finansowe, instytucjonalne, podwykonawców i dostawców).



**Rys. 4.** Klasyfikacja ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości

Źródło: Gołąbeska 2018, s. 102

Sitek (2014, s. 250) z kolei uważa, że dominującym ryzykiem na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest ryzyko projektu, jest to bowiem ryzyko, na które deweloper ma największy wpływ oraz największą możliwość jego ograniczenia. Poza tym wyróżnia jeszcze dwa ważne ryzyka, tj.:

1. ryzyko makroekonomiczne, będące wynikiem działania całego rynku lub gospodarki oraz niezależne od realizacji konkretnej inwestycji;
2. ryzyko mikroekonomiczne (specyficzne), charakterystyczne dla określonego przedsięwzięcia.

Gołąbeska (2018) dzieli ryzyko dewelopera na dwie grupy: ryzyko zewnętrzne i ryzyko wewnętrzne, do których przypisuje poszczególne rodzaje ryzyka (rys. 4).

Można również zastosować inne kryteria podziału ryzyka. Rogowski i Lipski najpierw dokonują klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego według faz realizacji inwestycji:

- ryzyko fazy projektowej (przedrealizacyjnej),
- ryzyko związane z pozyskaniem i strukturyzacją źródeł finansowania,
- ryzyko realizacyjne (konstrukcyjne oraz rozruchowe),
- ryzyko likwidacyjne (dezinwestycyjne) (Rogowski, Lipski 2018, s. 200).

Następnie dość szczegółowo klasyfikują ryzyko związane z projektami inwestycyjnymi według kryterium przedmiotowego na:

- ryzyko sponsora projektu – związane z podmiotem realizującym przedsięwzięcie inwestycyjne / właścicielem spółki celowej odpowiedzialnej za projekt; wynika z jego kondycji ekonomiczno-finansowej, wiarygodności oraz zdolności do wygenerowania środków stanowiących wkład własny;
- ryzyko źródeł finansowania (ryzyko domknięcia finansowego inwestycji) – ryzyko braku możliwości zmobilizowania w pożądanym czasie odpowiedniej kwoty środków pieniężnych niezbędnych do dokończenia inwestycji; zagadnienie dotyczy zarówno dawców wkładu własnego, jak i finansowania dłużnego;
- ryzyko przekroczenia zaplanowanych nakładów inwestycyjnych – związane z niedoszacowaniem nakładów niezbędnych do tego, aby inwestycja mogła przejść w fazę eksploatacji;
- ryzyko konstrukcyjne – związane z wykonawcą inwestycji oraz dostawcą maszyn i urządzeń;
- ryzyko właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych – wyrażające się przyjęciem w opracowanych prognozach finansowych błędnych (zazwyczaj zbyt optymistycznych) założeń makroekonomicznych, rynkowych, ekonomicznych;
- ryzyko opóźnień w oddaniu inwestycji do eksploatacji – może wynikać z przyczyn niezawinionych lub zawinionych przez wykonawców;
- ryzyko wadliwego wykonania – może spowodować z jednej strony wysoką awaryjność prowadzonej działalności, z drugiej natomiast ze względu na konieczność usuwania usterek podwyższa pierwotnie planowane nakłady inwestycyjne;
- ryzyko prawne – wiąże się z rozpoczęciem, a następnie kontynuacją inwestycji bez wszystkich wymaganych prawem, uprawomocnionych pozwoleń; innym przejawem tego czynnika ryzyka są ujawniające się wady prawne zawartych umów, podające w wątpliwość ich ważność oraz możliwość egzekwowania;

- ryzyko makroekonomiczne – wiąże się ściśle z ryzykiem właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych, dotyczących m.in. inflacji, kursów walutowych, stóp procentowych; może się ujawnić w czasie oddania inwestycji do eksploatacji i/lub po jej oddaniu; ryzyko makroekonomiczne niekiedy utożsamiane jest także z ryzykiem politycznym oraz ryzykiem stabilności systemu gospodarczego;
- ryzyko rynkowe – wiąże się z zapewnieniem rynków zbytu dla produktów i/lub usług wytwarzanych w ramach przedsięwzięcia inwestycyjnego;
- ryzyko związane z przestrzeganiem norm ochrony środowiska – zazwyczaj dotyczy trzech rodzajów sytuacji: zlekceważenia lub braku wiedzy na temat pozwoleń z zakresu ochrony środowiska niezbędnych do realizacji inwestycji, protestów organizacji ekologicznych oraz zaostrzenia przepisów dotyczących ochrony środowiska po oddaniu inwestycji do eksploatacji;
- ryzyko regulacyjne – dotyczy uzyskania wszelkich niezbędnych koncesji i licencji, zmian ww. dokumentów, jak również zmian aktów prawnych, na podstawie których prowadzona jest działalność gospodarcza;
- ryzyko kontrahentów – wyraża się w głównej mierze ryzykiem kredytowym;
- ryzyko dostawców oraz ryzyko odbiorców (Rogowski, Lipski 2018, s. 200, 201).

W przypadku budownictwa mieszkaniowego ryzyko ponosi nie tylko deweloper, lecz również **inwestorzy indywidualni** (przyszli lokatorzy, nabywcy mieszkań). Przytoczone klasyfikacje i przykład pokazują jak bardzo skomplikowane może być ryzyko inwestycyjne, co kolejny raz udowadnia, że przygotowanie procesu inwestycyjnego (zwłaszcza inwestycji rzeczowych) wymaga wielu analiz i głębokich przemyśleń.

Inwestowanie w nieruchomości przez **inwestorów indywidualnych** nadal uważa się jednak za jedno z najbezpieczniejszych, zwłaszcza w okresach wysokiej inflacji i kryzysów finansowych. Wynajem nieruchomości przynosi im stały dochód (choć w okresach braku najemców może generować koszty jej utrzymania). Co więcej, w okresach wzmózonej inflacji i kryzysu gospodarczego nieruchomości stają się najbardziej pożądanym środkiem tezauryzacji, ponieważ nie tylko zachowują swoją wartość, lecz również zaczynają ją powiększać. W rezultacie taka inwestycja przynosi satysfakcjonujący zwrot, szczególnie dla mniej aktywnych inwestorów, którzy nie mają czasu na śledzenie informacji z rynków kapitałowych, nie mają specjalnych umiejętności do ich analizy lub zwyczajnie boją się instrumentów finansowych, które w erze cyfryzacji przyjęły postać zdematerializowaną, tzn. istnieją jedynie w postaci zapisu elektronicznego w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Nieruchomość natomiast jest dobrem namacalnym, które – jak pokazuje praktyka – cały czas (czasem powoli, a czasem skokowo) zyskuje na wartości.

### **3.6. Specyfika identyfikacji czynników ryzyka inwestycji mieszkaniowej**

Identyfikacja czynników ryzyka jest pierwszym etapem zarządzania ryzykiem. Dotyczy ona zarówno czynników o pochodzeniu wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Pierwsza grupa to czynniki, które menedżerowie są w stanie monitorować,

kontrolować i zmieniać. Druga to te, na które nie mają oni wpływu, pochodzą bowiem z mezo-, makro- i megaekonomicznego otoczenia podmiotu gospodarczego.

Istnieje wiele narzędzi i technik wspierających proces identyfikacji ryzyka. Stosowane metody mogą obejmować:

- Analizę danych i dokumentacji (raportów z ocen bezpieczeństwa, planów, założeń, wcześniejszych plików projektowych, umów itd.). Weryfikacja poprzednich projektów przeprowadzona przez zaangażowane organizacje umożliwia identyfikację problemów planowania i wdrażania i przyczynia się do określenia działań naprawczych i prewencyjnych w związku z projektem.
- Monitorowanie działań w ramach projektu (dzięki sesjom burzy mózgów z grupami zainteresowanymi i inspekcjom terenowym). Sesje burzy mózgów na każdym etapie projektu umożliwiają identyfikację i zapobieganie wystąpieniu najbardziej utajonych czynników ryzyka; inspekcje terenowe przyczyniają się do identyfikacji określonych czynników ryzyka (w rodzaju ograniczeń dostępności placu budowy, niebezpieczeństw związanych z warunkami gruntowymi itd.).
- Wywiady/ankiety i uczestnictwo w dyskusjach i spotkaniach (z różnymi interesariuszami projektu), które mogą przyczynić się do identyfikacji czynników ryzyka, które nie zostały wykryte w ramach zwykłych działań z zakresu planowania. Doświadczenie osobiste i firmowe oraz konsultacje z ekspertami mogą pozwolić na wykrycie ryzyk trudniejszych do uchwycenia dzięki doświadczeniu tych osób w pracy przy podobnych projektach (np. błędy systematyczne).
- Analizę list kontrolnych (sklasyfikowanych wg wpływu, pochodzenia lub skutków), która zapewnia uwzględnienie wszystkich czynników ryzyka. Technika ta umożliwia sporządzenie listy typowych czynników ryzyka, wymagających rozważenia.
- Techniki sporządzania diagramów (w rodzaju schematu przyczynowo-skutkowego, schematów technologicznych, schematów organizacji itp.) ułatwiające zespołowi zrozumienie przyczyn i skutków ryzyka (Teixeira i in. 2011, s. 17).

Dla każdego projektu / zadania / rodzaju działalności należy indywidualnie określić etapy identyfikacji ryzyka, w zależności od celu zarządzania ryzykiem, ustalonej szczegółowości, terminów wykonania oraz kwalifikacji powołanego zespołu, który może skorzystać z wymienionych narzędzi i technik. Wynikiem procedury będą wytypowane czynniki ryzyka oraz ich potencjalny wpływ na wykonanie otrzymanych zadań.

Jak każdy podmiot gospodarczy firma budowlana działająca na zlecenie jest narażona na wiele rodzajów ryzyka o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym. Do pierwszej grupy należy zaliczyć zagrożenia wynikające z organizacji procesów wewnątrz firmy, które obejmują m.in. kwestie techniczne, finansowe, środowiskowe, społeczne i zarządcze – można ich unikać, podejmując odpowiednie działania naprawcze w ramach organizacji. Do drugiej należą zagrożenia płynące z otoczenia:

- ekonomicznego (lokalnego, krajowego, globalnego) – jak np. ryzyko rynkowe, stopy procentowej, walutowe, inflacji;
- prawnego (państwowego, międzynarodowego) – zmiany w przepisach prawa;
- naturalnego – ryzyko katastrof, zmian klimatycznych o charakterze lokalnym i globalnym.



Wobec tych zagrożeń organizacja musi podejmować działania prewencyjne i zabezpieczające, ponieważ nie ma na nie bezpośredniego wpływu. Musi zatem je przewidzieć z pewnym stopniem prawdopodobieństwa, aby poczynić pewne kroki z wyprzedzeniem.

W tabeli 5 zestawiono czynniki i rodzaje ryzyka, jakie mogą zagrażać deweloperowi, który realizuje inwestycję mieszkaniową, w podziale na ryzyka o pochodzeniu zewnętrznym i wewnętrznym. W tabeli 6 przedstawiono natomiast jakościową ocenę wytypowanych rodzajów ryzyka dla deweloperskiej inwestycji mieszkaniowej.

**Tabela 5**

Rodzaje ryzyka deweloperskiej inwestycji mieszkaniowej

Rodzaj ryzyka	Czynniki ryzyka	Konsekwencje działania ryzyka
<b>Ryzyka zewnętrzne</b>		
Ryzyko walutowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost kursu waluty obcej;</li> <li>– zmiana polityki gospodarczej kraju waluty;</li> <li>– niepokoje społeczne w kraju waluty;</li> <li>– sytuacja polityczno-gospodarcza w kraju ojczystym;</li> <li>– nastroje na rynku kapitałowym</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost cen importowanych materiałów budowlanych;</li> <li>– wzrost cen paliw silnikowych;</li> <li>– przekroczenie zaplanowanych kosztów budowy</li> </ul>
Ryzyko stóp procentowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zmienność rynków finansowych;</li> <li>– stopa zwrotu z kapitału;</li> <li>– struktura posiadanych kredytów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost kosztów kredytów;</li> <li>– spadek stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału;</li> <li>– zatrzymanie procesu budowy;</li> <li>– niedotrzymanie umownych terminów realizacji i oddania do użytku obiektu;</li> <li>– utrata płynności</li> </ul>
Ryzyko inflacji	<ul style="list-style-type: none"> <li>– gwałtowny wzrost inflacji;</li> <li>– stopa inflacji dwucyfrowa i wyższa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– spadek popytu na nieruchomości;</li> <li>– problemy ze sprzedażą mieszkań;</li> <li>– wzrost stóp kredytowych;</li> <li>– trudności ze spłatą kredytu</li> </ul>
Ryzyko rynkowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost cen materiałów budowlanych;</li> <li>– wzrost cen paliw i energii</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wzrost kosztów budowy;</li> <li>– utrata płynności;</li> <li>– bankructwo</li> </ul>
Ryzyko koniunkturalne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– kryzys i recesja gospodarcza;</li> <li>– upadłość partnerów biznesowych;</li> <li>– spadek popytu wśród odbiorców;</li> <li>– wzrost cen surowców i energii;</li> <li>– wysokie koszty kredytów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– brak dostaw materiałów;</li> <li>– niezakończona budowa;</li> <li>– konieczność poszukiwania nowych dostawców i wykonawców;</li> <li>– upadłość dewelopera</li> </ul>
Ryzyko konkurencji	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zwiększona podaż mieszkań w danej lokalizacji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– spadek cen mieszkań;</li> <li>– obniżenie dochodów;</li> <li>– niepełna sprzedaż mieszkań i koszty ich utrzymania</li> </ul>

Tabela 5 cd.

Ryzyko regulacyjno-prawne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zmiany w prawie budowlanym;</li> <li>– nowe przepisy i regulacje;</li> <li>– nowe standardy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– trudności z uzyskaniem pozwoleń na budowę;</li> <li>– koszty dostosowania się do nowych przepisów</li> </ul>
Ryzyko środowiskowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zmiany w ustawodawstwie krajowym;</li> <li>– zmiany w regulacjach unijnych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– kary za przekroczenie norm środowiskowych;</li> <li>– koszty dostosowania się do nowych norm środowiskowych</li> </ul>
Ryzyko logistyczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– nieregularność dostaw materiałów;</li> <li>– opóźnienie dostaw materiałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– przestoje w procesie budowlanym;</li> <li>– niemożność dotrzymania terminów realizacji budowy</li> </ul>
Ryzyko magazynowania materiałów	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zawilgocenie materiałów;</li> <li>– samozapłon zgromadzonych surowców</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– konieczność zakupu nowych materiałów;</li> <li>– pogorszenie jakości wykonanych robót;</li> <li>– wzrost kosztów budowy</li> </ul>
Ryzyko pogodowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ekstremalnie wysokie temperatury;</li> <li>– ekstremalnie niskie temperatury;</li> <li>– burze, wichury, ulewy;</li> <li>– obfite opady śniegu;</li> <li>– burze lodowe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– problemy z pracą ludzi;</li> <li>– problemy z twardnieniem betonu;</li> <li>– zalanie sprzętu i materiałów;</li> <li>– trudności z dostępem do sprzętu;</li> <li>– niebezpieczeństwo poruszania się na placu budowy;</li> <li>– problemy z uruchomieniem sprzętu</li> </ul>
Ryzyko sezonowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wahania podaży siły roboczej związane z warunkami atmosferycznymi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– trudność ze znalezieniem pracowników budowlanych;</li> <li>– płynność kadr w związku z brakiem stabilnego zatrudnienia (tylko na realizację projektu);</li> <li>– ucieczka do branż, które zapewniają stabilną pracę</li> </ul>
Ryzyko społeczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– brak akceptacji inwestycji przez lokalną społeczność</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– niezrealizowanie inwestycji;</li> <li>– niedotrzymanie harmonogramu realizacji inwestycji</li> </ul>
Ryzyko siły wyższej	<ul style="list-style-type: none"> <li>– klęski żywiołowe;</li> <li>– blokada dostaw paliwa;</li> <li>– zerwanie łańcuchów dostaw;</li> <li>– wojny i konflikty zbrojne;</li> <li>– prace archeologiczne;</li> <li>– strajki</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– awarie sprzętu budowlanego;</li> <li>– zalanie terenu budowy;</li> <li>– utrata materiałów budowlanych;</li> <li>– przestój w procesie budowlanym;</li> <li>– brak dostaw materiałów, energii i paliw;</li> <li>– zmniejszenie zatrudnienia;</li> <li>– wzrost cen paliw i energii</li> </ul>

Tabela 5 cd.

Rodzaj ryzyka	Czynniki ryzyka	Konsekwencje działania ryzyka
<b>Ryzyka wewnętrzne</b>		
Ryzyko technologiczne	– usterki w pracy maszyn i urządzeń	– awarie sprzętu; – wstrzymanie procesu budowy; – nieszczęśliwe wypadki z udziałem ludzi; – zanieczyszczenie środowiska i kary
Ryzyko błędów ludzkich	– błędy w umowach z partnerami; – błędy w polityce finansowej; – błędy w polityce kredytowej; – błędy projektowe	– nieosiągnięcie założonej stopy zwrotu; – kary za niewykonanie zobowiązań; – trudności z wyegzekwowaniem należności; – zbyt wysoki koszt kredytu
Problemy w systemie zarządzania organizacją	– brak spójnej strategii rozwoju organizacji; – brak monitorowania i kontroli powierzonych zadań	– niewykonanie powierzonych zadań operacyjnych; – nieterminowość wykonania robót; – kary za niedotrzymanie terminów
Słaba polityka zarządzania ryzykiem w organizacji	– ignorowanie ryzyka działalności; – system zarządzania ryzykiem obejmuje zbyt mało rodzajów ryzyka	– straty na skutek urzeczywistnienia ryzyka; – koszty poprawy sytuacji; – utrata płynności
Słaba komunikacja pomiędzy jednostkami strukturalnymi	– polecenia nie docierają na czas lub wcale; – zwrotna informacja nie dociera do decydentów lub dociera zbyt późno	– niewykonanie powierzonych zadań; – opóźnienia w realizacji projektu; – kary za niedotrzymanie terminów
Słaba polityka personalna (kadrowa)	– brak doświadczenia lub wystarczających kwalifikacji wykonawców	– niska jakość wykonanych robót; – rosnące koszty napraw; – opóźnienia w realizacji projektu
Słaba polityka wsparcia pracowników	– brak wsparcia rozwoju zawodowego pracowników	– niska jakość wykonanych robót; – brak motywacji do podwyższenia kwalifikacji
Kradzieże i celowe niszczenie mienia	– brak kontroli nad materiałami; – nieskuteczna ochrona obiektu	– straty w materiałach i sprzęcie; – koszty zakupu nowych; – spadek opłacalności inwestycji

Tabela 6

Jakościowa ocena ryzyka deweloperskiej inwestycji mieszkaniowej

Rodzaj ryzyka	Czas oddziaływania skutku	Prawdopodobieństwo	Stopień narażenia	Możliwość zabezpieczenia
<b>Ryzyka zewnętrzne</b>				
Ryzyko walutowe	++	+++	+	+
Ryzyko stóp procentowych	+++	++	+++	+
Ryzyko inflacji	++	+	++	-
Ryzyko rynkowe	++	++	++	+
Ryzyko koniunkturalne	+++	+	+++	-
Ryzyko konkurencji	+	++	+	-
Ryzyko regulacyjno-prawne	++	+	++	-
Ryzyko środowiskowe	+	+	+	-
Ryzyko logistyczne	++	+	++	+
Ryzyko magazynowania materiałów	+	+	+	+
Ryzyko pogodowe	+	++	+	-
Ryzyko sezonowe	+	+	+	+
Ryzyko społeczne	++	+	+++	-
Ryzyko siły wyższej	++	+	++	-
<b>Ryzyka wewnętrzne</b>				
Ryzyko technologiczne	+	+	++	+
Ryzyko błędów ludzkich	++	++	++	-
Problemy w systemie zarządzania organizacją	++	++	+	+
Słaba polityka zarządzania ryzykiem w organizacji	++	++	++	++
Słaba komunikacja pomiędzy jednostkami strukturalnymi	+	+	++	++

Tabela 6 cd.

Rodzaj ryzyka	Czas oddziaływania skutku	Prawdopodobieństwo	Stopień narażenia	Możliwość zabezpieczenia
Słaba polityka personalna (kadrowa)	+++	+	++	++
Słaba polityka wsparcia pracowników	++	+	++	+
Kradzieże i celowe niszczenie mienia	+	+	++	–

Jak widać, wśród ryzyk o pochodzeniu zewnętrznym najdłuższy czas działania mają ryzyko koniunkturalne i związane z nim ryzyko stóp procentowych, które przekłada się na wyższe koszty kredytu i niższą stopę zwrotu z inwestycji. Największe prawdopodobieństwo wystąpienia ma ryzyko walutowe, ponieważ w krajach z systemem płynnego kursu walutowego (do których należy też Polska) kursy walut bardzo często się rosną lub maleją pod wpływem sytuacji i nastrojów na rynku kapitałowym, który zmienia się bardzo dynamicznie pod wpływem globalnego rynku finansowego, z którym jest ściśle powiązany. Przed działaniem niektórych rodzajów ryzyka można się zabezpieczyć dzięki stosowaniu złożonych strategii hedgingowych (ryzyko walutowe, stopy procentowej, rynkowe) lub działaniom prewencyjnym (ryzyko logistyczne, sezonowe, magazynowania materiałów). Spośród ryzyk wewnętrznych duże znaczenie ma polityka związana z organizacją pracy ludzi i ich wsparciem. Działanie niektórych można zredukować, podejmując pewne czynności. Nie da się natomiast przewidzieć błędów, jakie mogą popełnić pracownicy, czy też ich zachowań niezgodnych z prawem.

Kluczową kwestią dla dewelopera planującego inwestycje jest umiejętność zarządzania ryzykiem, począwszy od analizy możliwych ryzyk, a skończywszy na wprowadzeniu działań profilaktycznych na etapie przedeweloperskim, jak również szybkie decyzje regulacyjne na etapie deweloperskim (realizacji) oraz zamknięcia (eksploatacji). Właściwe podejście dewelopera do ryzyka ograniczy negatywne skutki związane z daną inwestycją, co przełoży się na uzyskanie zakładanych parametrów ekonomicznych projektu (Sitek 2014, s. 252).

### 3.7. Inwestowanie w nieruchomości a inwestycje na rynku kapitałowym

Przedstawione badania dają możliwość zrozumienia istotnych różnic między inwestowaniem w nieruchomości a inwestowaniem w instrumenty rynku kapitałowego. W odróżnieniu od inwestowania w instrumenty finansowe, w przypadku których wprowadzenie w życie decyzji następuje niemal natychmiast, proces ten w branży

budowlanej odbywa się **stopniowo**, na kilku etapach. Pierwszy etap to planowanie inwestycji – wówczas inwestor dobiera i analizuje różne projekty w celu wyboru najbardziej korzystnego, a jednocześnie maksymalnie dostosowanego do warunków techniczno-ekonomicznych realizatora inwestycji. Poza tym sporządza specyfikację techniczną i kosztorys, określa źródła finansowania i ramy czasowe dla poszczególnych zadań (ustalając harmonogram prac), wyznacza odpowiedzialnych za wykonanie i monitoring każdego zadania, szuka podwykonawców. Na drugim etapie następuje właściwa realizacja projektu, czyli zakup czynników produkcji i wykonanie robót budowlanych. Ostatnim, trzecim etapem jest odbiór obiektu przez powołane do tego służby (m.in. nadzór budowlany), które sprawdzają jego zgodność z dokumentacją (projektem, specyfikacją techniczną, kosztorysem itp.). Pozytywna decyzja w tej kwestii jest podstawą do końcowego rozliczenia projektu oraz oddania go do użytku.

Istnieje **wiele czynników zewnętrznych** warunkujących możliwość rozpoczęcia przygotowania projektu budowlanego, mianowicie:

- plan zagospodarowania przestrzennego;
- odpowiednie pozwolenia na budowę;
- warunki zabudowy narzucone przez władze samorządowe;
- lokalizacja terenu (w tym warunki topologiczne i geologiczne, obszary chronione, niska zabudowa, linia brzegowa, obszary zabudowy historycznej itp.);
- dostępność do komunikacji i mediów.

Każdy projekt budowlany ma wiele **cech indywidualnych**, co uniemożliwia jego porównanie z innymi alternatywnymi projektami. Dodatkowo oznacza to trudności w znalezieniu partnera, który odkupiłby obiekt budowlany w trakcie jego budowy (gdyby zaszła taka potrzeba), co mocno ogranicza płynność rynku nieruchomości.

Rynek nieruchomości stanowi niezwykle złożony system, w którym skomplikowany charakter związków między jego elementami nie pozwala przedstawić go w pełnej postaci analitycznej. Ryzyko podejmowanych decyzji w przypadku rynku nieruchomości uwarunkowane jest nie tylko przez czynniki wewnętrzne związane z nieruchomością, ale również (a może przede wszystkim) przez otoczenie rynku (Belej, Cellmer 2006, s. 16).

Umiejętne zarządzanie ryzykiem odgrywa kluczową rolę w nowoczesnym biznesie. Jego znaczenie jest jeszcze większe w przypadku firm realizujących projekty budowlane. Duża liczba czynników ryzyka, mających wpływ nie tylko na renomę marki, ale również bezpieczeństwo osób, sprawia, że rozwój wiedzy dotyczącej tego zagadnienia staje się absolutną podstawą w przypadku zarówno zarządów, jak i osób bezpośrednio odpowiedzialnych za wykonywanie działań (Łaniewski).



**CZĘŚĆ III**  
**RYZYO PRAWNE –**  
**WYBRANE ASPEKTY**





## Rozdział 4

# RYZIKO BUDOWANIA MARKI NA PRZYKŁADZIE WYKORZYSTANIA NAZWISKA JAKO ZNAKU TOWAROWEGO

### 4.1. Wstęp

Zdobycie pozycji na rynku oraz pozyskanie konsumentów wymaga zbudowania trwałej i łatwo rozpoznawalnej tożsamości przedsiębiorstwa. Temu celowi służy po pierwsze tworzenie silnej marki, rozumianej jako „zbiór elementów identyfikacyjnych” (Altkorn 1999).

Sposób budowania marki i zarządzania nią jest wynikiem decyzji menedżerskiej, na którą wpływ mają jednak bardzo różne determinanty. Celem tej pracy nie jest rozstrzygnięcie, która strategia budowania marki jest najlepsza. Pragnę jednak zwrócić uwagę na kilka zagadnień o charakterze prawnym, o których należy pamiętać przy jej wyborze.

Jeżeli uznamy, że podstawową funkcją marki jest wyróżnianie produktu przez wskazanie jego handlowego pochodzenia, tj. pochodzenia od konkretnego producenta (Arnold 1992; Altcorn 1999), to można wskazać kilka narzędzi prawnych pozwalających osiągnąć ten cel. W tym miejscu mogą okazać się przydatne przepisy dotyczące różnych zasobów (dóbr niematerialnych), a mianowicie:

- oznaczenia przedsiębiorcy (art. 43<sup>1</sup> KC),
- oznaczenia przedsiębiorstwa (art. 55<sup>1</sup> KC),
- znaków towarowych (art. 120 PrWIPrzem),
- ochrony domeny strony internetowej (Ożegalska-Trybalska 2017).

Podjmując strategiczną decyzję menedżerską dotyczącą sposobu budowania marki na bazie jednego z powyższych zasobów, nie wolno jednak poprzestać wyłącznie na odpowiedzi na pytanie o to, czy zostanie osiągnięta rozpoznawalność marki, ale należy uwzględnić także kwestie dotyczące ochrony tak zbudowanej marki. W szczególności do tych kwestii należą pytania o:

- prawdopodobieństwo naruszenia marki;
- możliwości ochrony marki;
- ryzyko rozwodnienia marki, a więc doprowadzenia do utraty przez markę jej funkcji identyfikującej w wyniku legalnych działań innych podmiotów.

Poza tym przedsiębiorca musi także rozstrzygnąć, czy ze względu na wielkość i profil swojej działalności oraz strukturę klienteli lepszym rozwiązaniem jest stworzenie jednej silnej marki dla całości produkcji (tj. dla wszystkich produkowanych przez siebie towarów, bez względu na ich rodzaj), czy też lepiej jest oznaczać produkowane przez jednego przedsiębiorcę towary oferowane na różnych rynkach różnymi znakami towarowymi (np. firma OberlAlp jest właścicielem sześciu marek: Salewa, Dynafit, Pomoca, Wild Country, Evolv i Lamunt).

Jeśli spojrzymy z prawnego punktu widzenia, wydaje się, że dla nano, małych i średnich firm, które mają charakter rodzinny lub są jednoosobowymi przedsiębiorstwami produkującymi jeden rodzaj towarów, szczególnie atrakcyjne będzie posłużenie się jednym silnym znakiem towarowym choćby dlatego, że w odróżnieniu od pozostałych wymienionych zasobów służących wskazaniu handlowego pochodzenia towaru znak towarowy może być wykorzystany jako środek zabezpieczenia wiarygodności, np. jako przedmiot zastawu zwykłego lub rejestrowego zabezpieczającego zwrot kredytu udzielanego przedsiębiorcy przez bank (Żelechowski 2011; Grüger 2022). Właściwości tej nie mają ani oznaczenie przedsiębiorstwa, ani firma, czyli oznaczenie przedsiębiorcy (Konopka 2021; Ingerl, Rohnke 2022). Osobną kwestią jest to, że inne niż znak towarowy dobra niematerialne z zakresu własności przemysłowej mogą być przedmiotem zastawu – zwykłego i rejestrowego (Żelechowski 2011). Ponadto rodzinny charakter firmy będzie często przemawiał za utrzymaniem w nazwie znaku towarowego nazwiska założyciela firmy.

Omówione okoliczności przemawiają za tym, aby przyjrzeć się bliżej prawnym możliwościom rejestrowania nazwiska jako znaku towarowego. Opracowanie koncentruje się nie tylko na przedstawieniu prawnych uwarunkowań rejestracji nazwiska jako znaku towarowego, ale także na wskazaniu zagrożeń prawnych związanych z budowaniem własnej marki na bazie własnego nazwiska, pseudonimu lub przydomka albo wykorzystaniu fantazyjnej nazwy identycznej z istniejącym nazwiskiem osoby fizycznej. W szczególności omówione zostaną zagadnienia konfliktu z dobrami osobistymi osób, które mają takie samo nazwisko, jakie zostało użyte w celu stworzenia znaku towarowego, oraz przypadki kolizji z nazwiskiem osób znanych. W końcowej części rozważań zaprezentowane zostały możliwe strategie minimalizowania przedmiotowego ryzyka na podstawie obowiązujących przepisów oraz stosowanych praktyk w zakresie rejestracji znaków towarowych (Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej; EUIPO).

Zgodnie z ustawową definicją (art. 120 PrWiPrzem) znakiem towarowym może być każde oznaczenie umożliwiające odróżnienie towarów jednego przedsiębiorstwa od towarów innego przedsiębiorstwa. W szczególności znakiem towarowym może być wyraz (włącznie z nazwiskiem), rysunek, litera, cyfra, kolor, forma przestrzenna (w tym kształt towaru lub opakowania), a także dźwięk. Jednocześnie znakami towarowymi są także znaki usługowe (art. 121 ust. 3 pkt 2) PrWiPrzem).

Towarem w rozumieniu ustawy są w szczególności wyroby przemysłowe, rzemieślnicze, płody rolne oraz produkty naturalne, zwłaszcza wody, minerały, surowce, a także usługi z wyjątkiem usług opisanych w art. 173 PrWiPrzem (art. 121 ust. 3 pkt 2) PrWiPrzem).

W kontekście art. 120 PrWiPrzem nie budzi wątpliwości, że nazwisko może być znakiem towarowym służącym do odróżniania towarów lub usług określonego

przedsiębiorstwa. Jednocześnie zasadniczo kryteria oceny tego, czy nazwisko może być znakiem towarowym, są identyczne jak w przypadku wykorzystania innych oznaczeń (wyr. TS 2004 w sprawie Nichols).

Pogląd ten jest szeroko rozpowszechniony w orzecznictwie (wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone) oraz literaturze (Buchalska 2015; Mazurek, Skubisz 2017), chociaż można także spotkać głosy krytyczne (Mordwilko-Osajda 2009). Potwierdzają go regulacje międzynarodowe (art. 6 Konwencji paryskiej) oraz art. 4 ust. 2 rozporządzenia 2017/1001, zgodnie z którym znak towarowy może składać się z dowolnego oznaczenia, w szczególności z wyrazów, w tym nazwisk.

Prawną formą ochrony znaku towarowego jest prawo ochronne (art. 121 ust. 1 PrWIPrzem). Na jego podstawie uprawniony, którego znak towarowy został zarejestrowany przez organ rejestracyjny (krajowy, np. UPRP, unijny – EUIPO, światowy – WIPO), otrzymuje wyłączne prawo do używania znaku towarowego w sposób zarobkowy lub zawodowy na terenie kraju lub regionu w zależności od tego, w którym z organów nastąpiła rejestracja (art. 153 PrWIPrzem). Używanie znaku obejmuje w szczególności (art. 154 PrWIPrzem):

- umieszczanie znaku na towarach objętych prawem ochronnym lub ich opakowaniach,
- oferowanie i wprowadzanie tych towarów do obrotu,
- import lub eksport towarów oraz składowanie w celu oferowania i wprowadzania do obrotu,
- umieszczanie znaku na dokumentach związanych z wprowadzaniem towarów do obrotu,
- posługiwanie się nim w celu reklamy.

Należy pamiętać, że prawo ochronne chroni znak towarowy wyłącznie w klasie towarów, dla której został on zgłoszony. Do określenia tej klasy lub klas we wniosku o zarejestrowanie znaku towarowego wykorzystuje się klasyfikację nicejską (TMClass). Wyjątek dotyczy znaków renomowanych, które są chronione we wszystkich klasach (art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 4) PrWIPrzem), dlatego trudno będzie wprowadzić na rynek autonomiczny samochód pod szyldem „Google”, mimo że Google działa w branży IT, a nie motoryzacyjnej.

## **4.2. Zasady rejestracji znaków towarowych**

### **4.2.1. Definicja znaku towarowego**

Jak już wspomniano, znakiem towarowym może być każde oznaczenie, które spełnia dwa warunki:

- ma charakter dystynktywny, tj. jest zdadne do odróżnienia pochodzenia towarów jednego przedsiębiorstwa od towarów innego przedsiębiorstwa (dystynktywność znaku towarowego);
- możliwe jest takie jego przedstawienie w rejestrze, że w sposób jednoznaczny i dokładny można ustalić przedmiot udzielonej ochrony (przedstawialność znaku towarowego).

Ogólnie nie ma ograniczeń co do rodzaju oznaczenia, które ma stać się znakiem towarowym. Ważne, aby oznaczenie, oprócz wymogów ustawowych, tj. dystynktywności i przedstawialności, spełniało także dodatkowe wymogi sformułowane przez TS w tzw. teście Sieckmanna (wyr. TS 2002 w sprawie Sieckmann). Znakiem towarowym może być mianowicie wyłącznie oznaczenie, które:

- Jest przedmiotem stałego i pewnego postrzegania zmysłowego o charakterze obiektywnym, czyli w zwykłych warunkach obrotu musi istnieć „możliwość [jego – przypis autorów] zidentyfikowania z wystarczającym stopniem precyzji i obiektywności” (wyr. ETS 2003 w sprawie LTJ Diffusion). Tego warunku nie spełniają np. kolor, smak, zapach, cisza. W jednym z ostatnich orzeczeń Sąd Unii Europejskiej uznał, że nie może być znakiem towarowym dźwięk otwieranej puszki oraz następująca po nim kilkusekundowa cisza (wyr. Sądu 2021 w sprawie Ardagh Metal), smak sera (choć to orzeczenie dotyczyło definicji utworu w prawie autorskim, to można je ekstrapolować na definicję znaku towarowego – wyr. TS 2018 w sprawie Levola), kolor puszki (wyr. TS 2019 w sprawie Red Bull).
- Jest samodzielne względem towaru, tzn. nie może być jego częścią, czyli nie może być tak, że towar bez tego elementu nie mógłby istnieć lub spełniać swoich funkcji zgodnie z przeznaczeniem. Innymi słowy, oznaczenie nie może być narzucone przez naturę, strukturę, kształt i wielkość towaru, np. lusterka samochodu, podeszwa buta (por. jednak orzeczenie sądu apelacyjnego z Nowego Jorku dopuszczające czerwoną podeszwę marki Christian Louboutin – wyr. Court of Appeals 2012 oraz wyr. TS 2018 w sprawie Louboutin).
- Jest jednolite, czyli dostępne w jednym akcie poznawczym bez konieczności używania aparatury lub spełniania unikalnych warunków (nie może np. być widoczne po założeniu okularów 3D lub tylko pod mikroskopem).
- Jest zrozumiałe, tzn. takie, które nabywca towaru intuicyjnie, bez wysiłku intelektualnego oraz konieczności dokonywania analizy może zidentyfikować jako znak towarowy, a nie jest odbierane jako jakaś forma abstrakcyjnej ekspresji artystycznej lub jako element ozdobny na towarze zwiększający jego wartość estetyczną.

Ostatecznie w postępowaniu w przedmiocie rejestracji oznaczenia jako znaku towarowego decyzję dotyczącą tego, czy powyższe przesłanki są spełnione, podejmuje organ, korzystając z wiedzy eksperckiej biegłego.

#### **4.2.2. Przeszkody rejestracyjne**

Nie wszystkie oznaczenia spełniające wymogi art. 120 PrWIP oraz warunki testu Sieckmanna mogą zostać zarejestrowane jako znak towarowy, ale wyłącznie te, które nie są obarczone tzw. przeszkodami rejestracyjnymi.

Rozróżnia się względne i bezwzględne przeszkody rejestracyjne (art. 129<sup>1</sup>, art. 132<sup>1</sup> PrWIP). Pierwsze dotyczą samego oznaczenia i są uwzględniane w procedurze zgłoszeniowej z urzędu, a ich stwierdzenie powoduje, że na oznaczenie nigdy nie może zostać udzielone prawo ochronne. Drugie związane są m.in. z naruszeniem przez znak towarowy praw osobistych lub majątkowych osób trzecich. Przeszkody te nie wynikają zatem z charakteru (istoty) zgłaszanego oznaczenia. Ich istnienie nie jest

podstawą do odmowy zarejestrowania znaku towarowego i udzielenia prawa ochronnego, ale organ rejestrujący uwzględnia je wyłącznie na skutek sprzeciwu wniesionego przez uprawniony podmiot, np. osobę, której nazwisko wykorzystano w znaku towarowym. Termin wniesienia sprzeciwu wynosi trzy miesiące od ogłoszenia w biuletynie organu rejestracyjnego (art. 152<sup>6a</sup>, art. 152<sup>17</sup> PrWiPrzem). Po jego bezskutecznym upływie, mimo istnienia przeszkody, znak towarowy może zostać zarejestrowany, natomiast później możliwe jest wniesienie wniosku o unieważnienie znaku towarowego.

W kolejnych podrozdziałach zostaną wymienione tylko te bezwzględne i względne przeszkody rejestracyjne, które mogą mieć znaczenie praktyczne przy rejestrowaniu znaku towarowego wykorzystującego nazwisko. Zostaną one przeanalizowane w kontekście problemów związanych z rejestracją nazwiska jako znaku towarowego.

### **Bezwzględne przeszkody rejestracyjne – art. 129<sup>1</sup> PrWiPrzem**

Zgodnie z art. 129<sup>1</sup> PrWiPrzem nie udziela się prawa ochronnego na oznaczenie, które:

- 1) nie może być znakiem towarowym;
- 2) nie nadaje się do odróżniania w obrocie towarów, dla których zostało zgłoszone;
- 3) składa się wyłącznie z elementów mogących służyć w obrocie do wskazania, w szczególności rodzaju towaru, jego pochodzenia, jakości, ilości, wartości, przeznaczenia, sposobu wytwarzania, składu, funkcji lub przydatności;
- 4) składa się wyłącznie z elementów, które weszły do języka potocznego lub są zwyczajowo używane w uczciwych i utrwalonych praktykach handlowych;
- 5) [...]
- 6) zostało zgłoszone w złej wierze;
- 7) jest sprzeczne z porządkiem publicznym lub dobrymi obyczajami;
- 8) zawiera element o wysokiej wartości symbolicznej, w szczególności o charakterze religijnym, patriotycznym lub kulturowym, którego używanie obrażałoby uczucia religijne, patriotyczne lub tradycję narodową;
- 9) zawiera symbol Rzeczypospolitej Polskiej (godło, barwy lub hymn), [...] jeżeli zgłaszający nie wykaże się uprawnieniem, w szczególności zezwoleniem właściwego organu Państwa albo organu samorządu terytorialnego, albo zgodą organizacji, na używanie oznaczenia w obrocie;
- 10) zawiera symbol (herb, flagę, godło) obcego państwa, nazwę, skrót nazwy, bądź symbol (herb, flagę, godło) organizacji międzynarodowej lub przyjęte w obcym państwie urzędowe oznaczenie [...];
- 11) [...]
- 12) ze swojej istoty może wprowadzać odbiorców w błąd, w szczególności co do charakteru, jakości lub pochodzenia geograficznego towaru;
- 13) stanowi lub odtwarza w swoich zasadniczych elementach nazwę odmiany roślin [...]  
(art. 129<sup>1</sup> PrWiPrzem).

### **Względne przeszkody rejestracyjne – art. 132<sup>1</sup> PrWiPrzem**

Po rozpatrzeniu sprzeciwu, o którym mowa w art. 152<sup>6a</sup> ust. 1 lub art. 152<sup>17</sup> ust. 1, i uznaniu go za zasadny nie udziela się prawa ochronnego na znak towarowy:

- 1) którego używanie narusza prawa osobiste lub majątkowe osób trzecich;
- 2) identyczny ze znakiem towarowym, na który udzielono prawa ochronnego z wcześniejszym pierwszeństwem na rzecz innej osoby dla identycznych towarów;

- 3) identyczny lub podobny do znaku towarowego, na który udzielono prawa ochronnego z wcześniejszym pierwszeństwem na rzecz innej osoby dla towarów identycznych lub podobnych, jeżeli zachodzi ryzyko wprowadzenia odbiorców w błąd, które obejmuje, w szczególności ryzyko skojarzenia znaku zgłoszonego ze znakiem wcześniejszym;
- 4) identyczny lub podobny do renomowanego znaku towarowego, na który udzielono prawa ochronnego z wcześniejszym pierwszeństwem na rzecz innej osoby dla jakichkolwiek towarów, jeżeli używanie zgłoszonego znaku bez uzasadnionej przyczyny mogłoby przynieść zgłaszającemu nienależną korzyść lub być szkodliwe dla odróżniającego charakteru bądź renomy znaku wcześniejszego;
- 5) identyczny lub podobny do znaku towarowego, który przed datą, według której oznacza się pierwszeństwo do uzyskania prawa ochronnego był w Rzeczypospolitej Polskiej powszechnie znany i używany jako znak towarowy przeznaczony do oznaczania towarów identycznych lub podobnych pochodzących od innej osoby, jeżeli zachodzi ryzyko wprowadzenia odbiorców w błąd, które obejmuje, w szczególności ryzyko skojarzenia znaku zgłoszonego ze znakiem powszechnie znanym;
- 6) jeżeli na podstawie przepisów prawa krajowego lub prawa Unii Europejskiej przewidujących ochronę oznaczenia geograficznego lub nazwy pochodzenia osoba uprawniona do wykonywania praw wynikających z wcześniejszego ich zgłoszenia, o ile to oznaczenie lub nazwa zostanie zarejestrowane, może zakazać używania późniejszego znaku towarowego (art. 132<sup>1</sup> PrWłPrzem).

### **4.3. Ryzyka związane z rejestracją nazwiska jako znaku towarowego**

#### **4.3.1. Zasada ogólna**

Punktem wyjścia jest ugruntowana w orzecznictwie europejskim zasada, że reguły rejestracji oznaczeń zawierających nazwisko podlegają ogólnym regułom udzielania prawa ochronnego na znak towarowy (por. podrozdz. 4.2.1 oraz 4.2.2; wyr. TS 2004 w sprawie Nichols).

Innymi słowy, nazwisko jest traktowane jak każde inne określenie słowne (ręczownik), które ma być wykorzystane jako znak towarowy lub jego część. Ogólnie przyjmuje się, że nazwiska – nawet te bardzo popularne – mają zdolność odróżniającą, a zatem są zdadne do powiązania towaru z przedsiębiorstwem. Tym samym nazwisko co do zasady spełnia wymogi stawiane znakom towarowym, gdyż nie dotyczą go przeszkody rejestracyjne (bezwzględne oraz względne).

Oczywiście z rejestracją nazwiska jako znaku towarowego związane są swoiste problemy. Podstawowym ryzykiem o charakterze ogólnym jest to, że można narazić się na zarzut, że oznaczenie z nazwiskiem *de facto* zawiera inne informacje niż dotyczące handlowego pochodzenia towaru, tj. informacje o zaangażowaniu osoby trzeciej w działalność przedsiębiorstwa. Może to zostać zakwalifikowane jako oznaczenie wprowadzające w błąd (art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 12) PrWłPrzem) lub jako oznaczenie składające się wyłącznie z określeń, które weszły do języka potocznego – szczególnie możliwe w przypadku nazwisk bardzo popularnych, np. „Kowalski” (art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 4) PrWłPrzem). W konsekwencji oznaczałoby to istnienie bezwzględnej przeszkody rejestracyjnej.

Poza tym zgłaszający oznaczenie może mieć świadomość, że chce wykorzystać nazwisko innej osoby (np. Nowak zgłasza nazwisko „Kowalski”), lub tej świadomości może nie mieć, np. zgłaszając fantazyjną nazwę, która obiektywnie odpowiada nazwisku osoby fizycznej, np. firma zgłaszająca nazwę „Viagra” jako znak towarowy musiała wdać się w spór sądowy z lekarzem o nazwisku „Virag” (Mordwiłko-Osajda 2009).

W pierwszym przypadku można uznać, że takie zgłoszenie jest dokonane w złej wierze, co oznaczałoby istnienie bezwzględnej przesłanki rejestracyjnej i odmowę udzielenia prawa ochronnego (art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 6) PrWłPrzem). Tak m.in. rozstrzygnął NSA w sprawie „Ryłko” przeciwko „St. Ryłko” (wyr. NSA 2020 w sprawie Ryłko). W drugim przypadku znajdują natomiast zastosowanie ogólne reguły rejestracji znaków towarowych z uwzględnieniem szczególnego ryzyka wynikającego z użycia nazwiska.

### 4.3.2. Ryzyko braku dystynktywności oraz prawa pierwszeństwa osób trzecich

Jak już wspomniano, nazwiska zasadniczo wykazują wystarczającą dystynktywność. Może się jednak okazać, że przy rejestracji popularnego nazwiska napotkamy problem wynikający z tego, że wiele firm zarejestrowało dla siebie oznaczenie zawierające takie samo nazwisko, np. w Polsce jest 145 246 Nowaków i 93 910 Kowalskich (Gov.pl 2022). Łatwo sobie więc wyobrazić sytuację, gdy ktoś już wcześniej zarejestrował dla siebie oznaczenie z takim samym nazwiskiem, czyli przysługiwać będzie mu pierwszeństwo do wykorzystania takiego znaku, co jest względną przeszkodą rejestracyjną (art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 2–4) PrWłPrzem). O skali takiego ryzyka można przekonać się *ex ante* na podstawie dostępnych danych statystycznych (tab. 7).

Tabela 7

Liczba rejestracji wybranych nazwisk

Nazwisko	Znaki towarowe z danym nazwiskiem		
	rejestracje krajowe	rejestracje EUIPO	rejestracje WIPO
Becker	464 (DE)	132	1415
Duda	236 (PL)	19	151
Graf	663 (DE)	1102	6388
Kowalski	148 (PL)	10	81
Lewandowski	147 (PL)	5	16, w tym 7 osób to Robert Lewandowski
Müller	1648 (DE)	375	3095
Nowak	194 (PL)	6	37
Schmidt	633 (DE)	137	1385

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z rejestrów UPRP oraz EUIPO (dostęp: 16.02.2022)



Poza tym może się okazać, że w branży, w której chcemy zarejestrować oznaczenie z nazwiskiem, funkcjonuje wiele firm wykorzystujących w znaku towarowym nazwisko osoby fizycznej. Byłaby to zatem sytuacja braku tzw. konkretnej zdolności odróżniającej, czyli nazwisko nie byłoby zdadne do odróżnienia towarów w danej kategorii. Zarejestrowanie znaku zawierającego nazwisko będzie zależało od tego, czy z punktu widzenia przeciętnego konsumenta z właściwego kręgu odbiorców towarów takie oznaczenie będzie z wystarczającą precyzją wskazywać pochodzenie towaru (wyr. Sądu 2021 w sprawie Haan), a to może także zależeć od częstości pojawiania się danego nazwiska w danej branży.

W tabeli 8 przedstawiono liczbę popularnych nazwisk zarejestrowanych jako znaki towarowe w WIPO. Jednocześnie w przeważającej liczbie wypadków były to znaki kombinowane, a zatem zawierające nazwisko z dodatkowym elementem graficznym. Procentowo było to dla nazwiska Nowak – 66,67%, Müller – 42,83%, Smith – 22,8% (TMview).

**Tabela 8**

Liczba rejestracji wybranych nazwisk w wybranych klasach towarów

Numer TMclass – branża	Nazwisko	Liczba zarejestrowanych znaków
29 – Mięso, ryby, drób, dziczyzna; Ekstrakty mięsne	Nowak	27
	Müller	960
	Smith	260
35 – Reklama; Zarządzanie, organizacja i administracja w biznesie; Prace biurowe	Nowak	31
	Müller	621
	Smith	1311
36 – Usługi finansowe, monetarne i bankowe; Usługi ubezpieczeniowe; Usługi związane z majątkiem nieruchomości	Nowak	17
	Müller	147
	Smith	594

Źródło: opracowanie własne na podstawie TMview

### 4.3.3. Ryzyko naruszenia dóbr osobistych osób trzecich

#### Definicja dóbr osobistych

Za dobra osobiste uważa się „wartości o charakterze niemajątkowym, ściśle związane z człowiekiem, decydujące o jego bycie, pozycji w społeczeństwie, będące wyrazem odrębności fizycznej i psychicznej [...] powszechnie uznane w społeczeństwie i akceptowane przez system prawny” (wyr. SN 2010 w sprawie dóbr osobistych).

Katalog dóbr osobistych zawiera art. 23 KC. Należą do nich nazwisko oraz pseudonim. Dobra te mogą zostać naruszone m.in. przez ich użycie w znaku towarowym, np. firma zajmująca się modą z Neapolu wykorzystuje jako swój znak towarowy nazwisko „Steve Jobs”, czyli nazwisko założyciela firmy Apple, jednak w tym przypadku firma Apple nie zgłosiła w pozwie naruszenia prawa do nazwiska (wyr. BVerwG 2019 w sprawie Steve Jobs), mimo że byłoby to dość łatwe do wykazania (rys. 5).



**Rys. 5.** Znak towarowy firmy Steve Jobs (nr ADV-00579TMEM) zarejestrowany dla Vincenza Barbata

Źródło: TMview

Na marginesie warto zauważyć, że Apple podniosła zarzut mylącego podobieństwa znaków towarowych, wywołanego przez użycie ogonka i nadgryzionej literki. Sąd jednak stwierdził, że dla przeciętnego konsumenta jest oczywiste, że litery nie mogą być gryzione, więc nie ma tu odwołania do znaku towarowego Apple (wyr. BVerwG 2019 w sprawie Steve Jobs). Wydaje się, że strategia prawników Apple w tym sporze nie była przypadkowa. Firma ta od dłuższego czasu konsekwentnie próbuje uzyskać korzystny dla siebie wyrok, który potwierdziłby jej prawo do wyłączności odnośnie do koncepcji znaku towarowego, tj. użycia w nim owocu ze śladem ugryzienia. Dzięki temu Apple miałoby monopol na taką koncepcję. Można wskazać tu spory, w których Apple zarzuciło logotypom innych firm koncepcyjne podobieństwo znaku towarowego (rys. 6 i 7):

- spór z firmą Pear Technologies,
- spór z firmą Apfelkind (małą kawiarnią z Bonn).



**Rys. 6.** Znaki towarowe firm Apple oraz Pear Technologies

Źródło: Pakalski 2017



**Rys. 7.** Znaki towarowe firm Apple oraz Apfelkind

Źródło: Saatkamp 2012

Poza tym w polskim sądzie miała miejsce sprawa przeciwko firmie spożywczej wykorzystującej domeny [www.a.pl](http://www.a.pl) oraz [www.fresh24.pl](http://www.fresh24.pl), której (co dość zaskakujące) zarzucono fonetyczne podobieństwo tej domeny do nazwy Apple (rys. 8).



Rys. 8. Znaki towarowe firmy Api Market oraz Fresh24

Źródło: TMview

### Naruszenie prawa do nazwiska

Punktem wyjścia jest stwierdzenie, że zgodnie z brzmieniem art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 1) PrWiPrzem sam fakt zgłoszenia i zarejestrowania nazwiska nie może być *per se* traktowany jako naruszenie prawa do nazwiska, czyli istnienie względnej przeszkody rejestracyjnej (Sieńczyło-Chlabicz 2020; Bohaczewski, Żelechowski 2021). Taki skutek ma dopiero używanie znaku towarowego zawierającego nazwisko (wyr. NSA 2014; Sieńczyło-Chlabicz, Zawadzka 2021). Ocena tego faktu jest objęta kompetencją organu rejestrującego i ze względu na jej prospektywny charakter ma cechy hipotezy, czy wręcz spekulacji, gdyż dotyczy znaku jeszcze nieużywanego w obrocie (Bohaczewski, Żelechowski 2021).

Nazwisko jako znak towarowy może zgłosić zarówno osoba fizyczna, jak i dowolna jednostka organizacyjna. W tym drugim przypadku, jak również gdy zgłoszenie dokonane przez osobę fizyczną obejmuje inne niż jej rodowe nazwisko (np. Nowak zgłasza Kowalskiego), organ rejestracyjny nie może żądać wykazania tytułu prawnego do gospodarczego (komercyjnego) wykorzystywania cudzego nazwiska (wyr. NSA 2014). Nawet w przypadku gdy organ rejestracyjny ma wiedzę o tym, że rejestracja nazwiska może naruszać prawa osoby trzeciej, bez skutecznego zgłoszenia sprzeciwu organ nie jest nawet uprawniony do poszukiwania ewentualnych naruszeń praw osób trzecich w związku ze zgłoszeniem znaku towarowego i nie może odmówić rejestracji (Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej; EUIPO; Sieńczyło-Chlabicz 2020). Bez znaczenia jest to, czy wiedzę tę organ pozyskał od wnioskodawcy, z treści wniosku lub okoliczność ta jest znana mu z urzędu (Sieńczyło-Chlabicz 2020). W praktyce z ostrożności procesowej bezpieczniej jest dołączyć do wniosku dowód legalności korzystania z cudzego nazwiska (por. podrozdz. 4.3.6 oraz 4.4.5), np. w postaci:

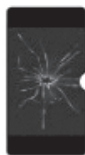
- zgody na jego wykorzystanie (zgodnie z art. 23 KC, zgoda uprawnionego na wkroczenie w sferę prawa osobistego wyłącza bezprawność działania);
- tzw. listu zgody na udzielenie prawa ochronnego na znak towarowy zawierający nazwisko innej osoby (art. 133 PrWiPrzem).

W najbardziej ogólnym ujęciu powyższe rozstrzygnięcie (tj. że samo zgłoszenie nazwiska jako znaku towarowego nie jest naruszeniem prawa do nazwiska) jest uzasadnione tym, że nie każde poczucie krzywdy lub negatywna ocena zachowania

innej osoby jest naruszeniem dóbr osobistych (Grzeszczak 2018). Prawo do nazwiska nie chroni samego nazwiska jako takiego, a więc nazwiska jako rzeczownika, ale nazwisko jest chronione jako dobro osobiste pochodzące od konkretnej osoby. Skoro to samo nazwisko nosi wiele osób (np. w Polsce jest 287 231 Nowaków), to każda z tych osób ma takie samo prawo do swojego nazwiska. Bez znaczenia jest to, czy jest to nazwisko rodowe, czy też przybrane wskutek zmiany nazwiska zgodnie z przepisami Ustawy z dnia 17 października 2008 r. o zmianie imienia i nazwiska (NazwZm) lub wskutek zawarcia związku małżeńskiego albo w związku z orzeczeniem rozwodu (art. 59 KRO). Nie istnieje skuteczne względem wszystkich prawo do nazwiska, np. „Nowak”. Innymi słowy, jest tyle dóbr osobistych, ile jest osób noszących to samo nazwisko. Można jednak żądać zaprzestania korzystania z nazwiska w sposób opisany w przepisach, które szczegółowo określają interesy, jakie są chronione przez prawo do nazwiska, i tym samym precyzują, jakie działania naruszające te interesy są zakazane (Grzeszczak 2018). Ustalenie, kiedy dochodzi do naruszenia prawa do nazwiska, można wywieść z funkcji nazwiska, którymi są m.in. identyfikacja oraz indywidualizacja jednostki w społeczeństwie.

Nazwisko pełni przede wszystkim funkcję nośnika dobrego imienia, sławy, renowy jednostki. Bezprawne działania uderzające w te interesy osoby są naruszeniem prawa do nazwiska (Grzeszczak 2013). Używanie w znaku towarowym nazwiska prowadzi do powiązania tego znaku z prawem osobistym do nazwiska osoby, która *de facto* nie ma związku z działalnością firmowaną tym znakiem, czyli dochodzi do stworzenia nieprawdziwego przekonania, że ta osoba jest faktycznie zaangażowana w działalność komercyjną, skoro rzekomo użyczyła swojego nazwiska na potrzeby tworzenia znaku towarowego (Andrzejewski 2014; Buchalska 2015; Rutkowska-Sowa 2021). Nawet gdyby pan Trump z Polski (w Polsce żyje 11 osób o nazwisku „Trump”) udzielił zgody na użycie jego nazwiska w znaku towarowym, to nie przesądza to o możliwości wykazania naruszenia dobra osobistego przez byłego prezydenta USA.

Wywołanie przekonania o rzekomym zaangażowaniu osoby w działalność komercyjną będzie po pierwsze prowadziło do naruszenia dobrego imienia, czci, sławy, renowy danej osoby, z którymi to wartościami powiązane jest właśnie prawo do nazwiska. Na rysunku 9 przedstawiono przykład, w którym bez wątplenia dochodzi do naruszenia dóbr osobistych Steve’a Jobsa (grafika przedstawiająca nadgryzioną pękniętą szybkę smartfona).



## Steve Jobs

**Rys. 9.** Oznaczenie zgłoszone jako znak towarowy w Hiszpanii (nr M3697686) przez Borisa Gonzáleza Péreza

Źródło: WIPO – Global Brand Database

Osoba fizyczna w kontekście prawa do nazwiska ma uzasadniony interes w tym, aby nie była ona kojarzona (identyfikowana) z działalnością komercyjną innego podmiotu, jednak ochronę uzyska wyłącznie ta osoba, która wykaże naruszenie jej indywidualnego dobra (interesu) związanego z nazwiskiem. Będzie to przede wszystkim osoba, która jest znana w kręgu nabywców dóbr. Im bardziej jest to osoba sławna lub znana, tym łatwiej o taki dowód. Wystarczy wykazać, że z perspektywy przeciętnego konsumenta nieautoryzowane używanie nazwiska jako znaku towarowego prowadzi do kojarzenia danej osoby z działalnością komercyjną. Dlatego też ochroną będzie się cieszyć nawet osoba, której nazwisko nie cieszy się renomą, ale jest powszechnie znane, jak nazwisko Marcina P. – twórcy piramidy finansowej Amber Gold. Stworzona przez niego marka Amber Gold nie będzie już jednak traktowana jako znak towarowy renomowany.

### **Casus nazwiska dwuczłonowego**

W przypadku nazwisk dwuczłonowych, odpowiadając na pytanie, czy dochodzi do powstania niezgodnego z prawem skojarzenia z nazwiskiem innej osoby, należy brać pod uwagę całokształt brzmienia, a nie analizować elementy składowe nazwiska. W tym zakresie można wykorzystać istniejące orzecznictwo europejskie dotyczące dystynktywności nazwisk użytych jako znak towarowy oraz ryzyka wprowadzenia w błąd co do pochodzenia towaru (wyr. Sądu 2012 w sprawie Basile).

Tym samym np. osoba o nazwisku „Białkowska-Gajos” (w Polsce jest tylko jedna osoba nosząca takie nazwisko) nie może mieć pretensji o to, że ktoś wykorzysta jako znak towarowy nazwisko „Białkowska” lub „Gajos”, a Janusz Gajos będzie miał nikłe szanse na wykazanie, że używanie jako znaku towarowego nazwiska „Białkowska-Gajos” narusza jego prawo do własnego nazwiska.

Ogólnie rzecz ujmując, nie obowiązuje zasada, że przy nazwiskach wieloczłonowych dominującym elementem jest imię, nazwisko albo pierwszy lub drugi człon nazwiska. Konsument postrzega znak towarowy jako całość, bez analizowania jego poszczególnych elementów (wyr. Sądu 2021 w sprawie Haan). Ocena ta jest jednak zależna od dwóch kryteriów: po pierwsze istniejących przyzwyczajęń (usus) w postrzeganiu nazwiska przez właściwy krąg odbiorców (wyr. TS 2010 w sprawie Becker; Wild 2019; wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone; Gruske 2021; wyr. Sądu 2021 w sprawie Cyrus), po drugie branży (inaczej będzie w branży modowej, winiarskiej oraz perfum – wyr. SPI 2005 w sprawie Murúa).

### **Naruszenie twórczości innych osób – casus nazwisk fantastycznych**

Innym przypadkiem naruszenia prawa osobistego przez wykorzystanie nazwiska w znaku towarowym jest naruszenie praw dotyczących twórczości innych osób.

Może okazać się, że wykorzystane w znaku towarowym nazwisko jest nazwiskiem stworzonym wyłącznie na potrzeby fikcyjnej postaci (literackiej, filmowej lub z gry komputerowej), którego nie nosi żadna osoba fizyczna, jak np. nazwiska „Brzęczyszczkiewicz” stworzonego na potrzeby filmu pt. *Jak rozpętałem drugą wojnę światową*. W takich przypadkach chodzi o rzeczowniki, które mają podobną morfologię jak nazwiska, a w rzeczywistości nimi nie są, gdyż nie stoi za nimi żadna

realna osoba fizyczna (art. 29 PrASC), co nie oznacza, że nie będą chronione przed ich wykorzystaniem jako znak towarowy. Użycie takiego rzeczownika może oznaczać naruszenie dobra osobistego: nie prawa do nazwiska (przecież nikt tak się nie nazywa), ale prawa autorskiego do utworu.

Warto pamiętać, że utworem jest każdy przejaw działalności twórczej o indywidualnym charakterze, ustalony w jakiejkolwiek postaci, niezależnie od wartości, przeznaczenia i sposobu wyrażenia (art. 1 PrAut). Utworem może być zatem nawet pojedyncze słowo pełniące funkcję nazwiska. Przykładowo możemy uznać frazę „Kubuś Puchatek” w tłumaczeniu Ireny Tuwim za utwór, o ile takie przetłumaczenie jego angielskiego oryginału *Winnie the Pooh* nie będzie oczywiste dla zawodowego tłumacza literatury (Markiewicz 2015). Mimo to nie każdy neologizm będzie chroniony jako utwór. Sąd Najwyższy zaznaczył, że słowo może być utworem, o ile jest oryginalne i twórcze oraz zostało stworzone na potrzeby konkretnego utworu. Dlatego odmówiono kwalifikacji jako utwór słowu „Yogi”, które zostało wymyślone na potrzeby znaku towarowego producenta jogurtów (wyr. SN 2010 w sprawie Yogi). Dlatego też wykorzystanie przez małą pierogarnię zabawnej nazwy „Obi-Wan Pierogi” jest *de facto* wykorzystaniem nazwiska mistrza Jedi z uniwersum *Star Wars*, tj. nazwiska „Obi-Wan Kenobi”, które jest znakiem towarowym zarejestrowanym dla Lucasfilm Entertainment (znak towarowy słowny – R.123473) (rys. 10).



Rys. 10. Oznaczenie firmy Obi-Wan Pierogi oraz postać Obi-Wana Kenobiego

Źródło: Obi-Wan Pierogi; Roman Wiki

Poza tym nieoryginalne neologizmy lub np. imiona mogą nie być jako takie utworem, ale będą chronione jako część większej całości, np. książki, dramatu lub gry komputerowej. Ta zasada odnosi się do imion wyłącznie wtedy, gdy zostanie wykorzystany zestaw imion z jakiegoś dzieła (Markiewicz 2018).

Ostatecznie w przypadku rzeczowników przypominających nazwiska należy starannie badać, czy użyte słowo jest utworem albo częścią utworu.

## Rejestracja nazwisk historycznych

Jeśli chodzi o nazwiska, należy rozróżnić przypadek osoby zmarłej oraz osoby historycznej (znanej).

W pierwszym przypadku wraz ze śmiercią wygasają także dobra osobiste, gdyż nie istnieje już ich podmiot (Regan (Balcarczyk) 2020; Machnikowski 2021), jednak użycie nazwiska osoby zmarłej w znaku towarowym może naruszyć dobra osobiste osób bliskich, a mianowicie ich prawo do czci, pamięci lub kultu osoby zmarłej (Gawlik 1999; Mazurkiewicz 2010).

Prawo do kultu osoby zmarłej jest samodzielnym dobrem osobistym, którego przedmiotem jest „sfera uczuciowa związana z kultem pamięci zmarłej osoby najbliższej” (wyr. SN 1968; uchw. składu 7 sędziów SN 2019). Osoby, których to prawo dotyczy, mogą wnieść skuteczny sprzeciw wobec rejestracji nazwiska osoby zmarłej i to bez względu na to, czy same noszą jego nazwisko (co do pojęcia bliskości w tym kontekście por. wyr. SN 2004), zgodnie z ogólnymi regułami (por. podrozdział *Naruszenie prawa do nazwiska*, s. 82).

W przypadku rejestracji nazwiska osoby znanej z historii powszechnej lub historii Polski obowiązuje zasada, że „nie udziela się prawa na oznaczenie, które zawiera element o wysokiej wartości symbolicznej, w szczególności o charakterze religijnym, patriotycznym lub kulturowym, którego używanie obrażałoby uczucia religijne, patriotyczne lub tradycję narodową” (art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 8) PrWiPrzem). Warto jednak w tym miejscu przywołać wyr. SN 1997 w sprawie Sobieski, w myśl którego istnieje „utrwalona praktyka rejestracji nazwisk wybitnych postaci historycznych jako znaków towarowych”, co „stwarza domniemanie braku sprzeczności takich znaków z zasadami współżycia społecznego”.

W ten sposób mogły zostać zarejestrowane jako znaki towarowe takie nazwiska jak:

- „Sobieski” – dla papierosów;
- „Chopin” – dla wódki;
- „Mieszko”, „Chrobry”, „Kościuszko”, „Waza”, „Batory”, „Kopernik” – dla funduszy inwestycyjnych;
- „Bona” – dla margaryny.

Takie liberalne podejście do kwestii rejestracji znaków towarowych z nazwiskami historycznymi może doprowadzić do rejestracji np. nazwiska „Puschkin” jako znaku towarowego producenta puszek (choć UPRP w 1997 r. odmówił rejestracji słowa „Puschkin” jako znaku towarowego dla wódek i likierów, ale ten sam wnioskodawca otrzymał rejestrację w EUIPO) oraz nazwisk znanych z historii osób dla wódek (np. „Chopin”, „Mickiewicz”). W tych ostatnich przypadkach uzasadnieniem rejestracji było m.in. to, że są to alkohole wytrawne spożywane w atmosferze nienaruszającej czci osób trzecich. Odmówiono jednak rejestracji jako znaku towarowego oznaczenia „JP II” dla producenta gadżetów oraz użycia słów „Kardynał Wyszyński” w nazwie komitetu wyborczego ze względu na sprzeczność z dobrymi obyczajami. Podobnie odmówiono rejestracji znaku towarowego „Sigismundus III Vasa – Gold Apple Brandy” dla alkoholi.

Liberalne podejście do wykorzystywania znanych nazwisk historycznych jako znaków towarowych wpisuje się niestety w proces instrumentalizacji dóbr narodowych, zamiast stawiać na tworzenie aksjologicznie zorientowanych reguł. Najlepszym tego przykładem jest rejestracja jako znaku towarowego nazwiska „Chopin”. Z jednej strony tylko dla Fryderyka Chopina uchwalono ustawę dotyczącą ochrony dziedzictwa po nim (FChopinU), a z drugiej – wyłącznie ze względu na fakt, że dla jednego z prywatyzowanych producentów wódek nazwisko i wizerunek geniusza stanowiły istotny zasób marketingowy, ministerstwo kultury postanowiło nie sprzeciwić się rejestracji takiego znaku towarowego. A argument, że wyroby oznaczone nazwiskiem Chopina spożywane są w warunkach niewłączających pamięci kompozytora, nie przekonuje.

Oprócz tego jest oczywiste, że podstawą do odmowy rejestracji znaku towarowego nie może być wyłącznie rodzaj towaru, dla którego ma to nastąpić. Ta zasada Konwencji paryskiej musi jednak być relatywizowana w świetle klauzuli generalnych, np. dobrych obyczajów. W sytuacji gdy dana osoba reprezentowała pewne wartości lub postawy, z którymi jest kojarzona po śmierci, nie można jej nazwiska wykorzystywać w sposób sprzeczny z tą pamięcią. Przykładowo nie byłoby do pomyslenia zarejestrowanie nazwiska Mahatmy Ghandiego jako znaku towarowego producenta broni palnej lub kabanosów.

W tym kontekście jeśli krytycznie podchodzimy do liberalnej praktyki rejestracji znaków towarowych wykorzystujących nazwiska historyczne, konieczne należy podnieść, że pojęcia dobrych obyczajów oraz zasad współżycia społecznego są pojęciami dynamicznymi i nieostryimi w tym sensie, że miarę dobrych obyczajów czy kryterium służącym do ustalenia, co obraża uczucia religijne, patriotyczne lub tradycję narodową, stanowi to, co w danym momencie za takie uchodzi, a także perspektywa (wrażliwość) przeciętnego człowieka, który zwykle nie jest przewrażliwiony na swoim punkcie ani nie jest uprzedzony względem rozwijających się relacji społecznych. Dlatego nie jest wcale wykluczone zarejestrowanie jako znaku towarowego wulgaryzmów (por. wyr. Sądu 2013 w sprawie Ficken oraz spora liczba znaków towarowych zarejestrowanych w EUIPO, a zawierających słowo *fuck*).

### **Imię, pseudonim oraz przydomek**

Zasady rejestrowania nazwisk obowiązują także dla innych oznaczeń indywidualizujących osobę fizyczną. Może tu chodzić o imię, pseudonim, przydomek oraz nick, czyli oznaczenie użytkownika Internetu.

W przypadku imienia kwestia naruszenia dóbr osobistych zasadniczo się nie pojawia, ponieważ co prawda imię tak jak nazwisko jest dobrem osobistym człowieka (Buchalska 2015; Panowicz-Lipska 2021), jednak odnośnie do posłużenia się imieniem jako znakiem towarowym można by postawić zarzut, że imię jest niedystyngtywne (brak zdolności odróżniającej) lub że składa się z elementów, które weszły do języka potocznego lub są zwyczajowo używane (tak jak np. nazwisko „Singer” stało się nazwą zwyczajową dla maszyn do szycia – art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 4) PrWłPrzem). Sytuacja może się jednak relatywizować, w przypadku gdy zostanie użyte jakieś wyjątkowo rzadkie imię lub też imię fantazyjne, np. będące neologizmem. Ponadto



skuteczny sprzeciw przeciwko rejestracji imienia wymaga wykazania, że konstrukcja znaku towarowego prowadzi do skojarzenia działalności z konkretną osobą (np. „pewnym Michałem”), co w przypadku imion fantastycznych połączonych choćby z popularnym nazwiskiem może okazać się możliwe (wyr. Sądu 2019 w sprawie Incontri).

Reguły odnoszące się do rejestracji nazwisk stosuje się także do pseudonimów oraz tzw. nicków (wyr. SN 2008 w sprawie „nick”), które są oznaczeniami, pod którymi osoba fizyczna ukrywa swoje prawdziwe imię i nazwisko (wyr. SN 2021 w sprawie Tiger). Przy ustalaniu dystynktywności lub mylącego charakteru nazwisk, szczególnie wieloczłonowych lub połączonych z oryginalnym imieniem, co do zasady nie traktuje się żadnego członu takiego wyrażenia jako referencji dla ustalenia jego dystynktywności (por. także podrozdz. 4.3.2 oraz podrozdz. *Casus nazwiska dwuczłonowego*, s. 84). Innymi słowy – właściwy krąg odbiorców jest przyzwyczajony (*usus*) do postrzeganiu nazwiska jako całości i co do zasady żadnemu jego członowi nie będzie przypisywane samodzielne znaczenie odróżniające (wyr. TS 2004 w sprawie Nichols; Buchalska 2015), choć – jak już podnoszono – ta kwestia może odmiennie kształtować się w różnych państwach ze względu na zwyczaje obrotu (wyr. SPI 2008 w sprawie Beckerpost; post. BPatG 2013 w sprawie Fabiani; wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone). Tak samo w przypadku pseudonimu (nicku), skoro on ukrywa imię i nazwisko, to tym bardziej należy przyjmować, że osoba używająca go zawsze – niezależnie od kraju – będzie identyfikowana za pomocą całego pseudonimu, bez względu na liczbę tworzących go członów (Gruske 2021; wyr. Sądu. 2021 w sprawie Cyrus).

Przydomek natomiast tym różni się od pseudonimu, że nie zastępuje nazwiska, ale je uzupełnia, np. Dariusz „Tiger” Michalczewski. Dlatego SN w swoim orzeczeniu odmówił ochrony rzekomego prawa osobistego do przydomka używanego samodzielnie, gdyż każdy może być „Tygrysem” (wyr. SN 2021 w sprawie Tiger). Należy jednak zauważyć, że przydomek będzie chroniony jako dobro osobiste, o ile jest używany razem z imieniem i nazwiskiem (wyr. SA 2017 w sprawie Tiger).

#### **4.3.4. Ryzyko wprowadzenia w błąd**

Jeżeli wykorzystujemy w znaku towarowym nazwisko popularne albo osoby sławnej lub występujące w logo znanej marki, to powstaje ryzyko zakwalifikowania takiego oznaczenia jako wprowadzającego w błąd co do handlowego pochodzenia towaru.

Ocena tego faktu musi uwzględniać punkt widzenia przeciętnego konsumenta z właściwego kręgu odbiorców towarów. Warto podkreślić, że wystarczy, jeśli oznaczenie „może wprowadzać w błąd” (art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 12) PrWiPrzem) lub że „zachodzi ryzyko wprowadzenia odbiorców w błąd” (art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 3 oraz 5) PrWiPrzem).

Można rozróżnić dwie formy błędu:

1. błąd bezpośredni, czyli mylne przekonanie o pochodzeniu towaru;
2. błąd pośredni, czyli mylne przekonanie o faktycznym zaangażowaniu podmiotu w działalność innego podmiotu, np. producent rowerów elektrycznych używa nazwy „Apple”, co może sugerować zaangażowanie producenta sprzętu elektronicznego w produkcję rowerów (inną kwestią jest to, że takie przypadki mogą być traktowane jako żerowanie na renomowanej marce – art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 4) PrWiPrzem) (Rutkowska-Sowa 2021).

Błąd może zostać zaklasyfikowany jako:

- bezwzględna przeszkoda rejestracyjna – zgodnie z art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 12) PrWłPrzem nie udziela się prawa ochronnego dla oznaczeń, które ze swojej istoty mogą wprowadzać odbiorców w błąd, w szczególności co do charakteru, jakości lub pochodzenia geograficznego towaru;
- względna przeszkoda rejestracyjna – zgodnie z art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 3) oraz 5) PrWłPrzem po skutecznym wniesieniu sprzeciwu nie udziela się prawa ochronnego na znak towarowy identyczny lub podobny do innego znaku towarowego, jeżeli zachodzi ryzyko wprowadzenia odbiorców w błąd, m.in. ze względu na ryzyko skojarzenia znaku zgłoszonego ze znakiem wcześniejszym.

Jednocześnie bez znaczenia jest to, czy wcześniejszy znak towarowy jest już chroniony prawem ochronnym, czy też nie. W tym drugim przypadku wystarczy, że jest on powszechnie znany i używany (art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 5) PrWłPrzem), np. znak czerwonego krzyża (wyr. NSA 2020 w sprawie A.S.)

### **Bezwzględna przeszkoda**

Art. 129<sup>1</sup> ust. 1 pkt 12) PrWłPrzem zawiera przykładowe wyliczenie, a zatem może chodzić o błąd w dowolnym aspekcie. Należy jednak pamiętać, że błąd jako przeszkoda bezwzględna nie dotyczy przypadków pomylenia ze znakiem wcześniejszym lub powszechnie znanym, czyli błędu dotyczącego handlowego pochodzenia towaru (zob. podrozdz. *Względna przeszkoda*, s. 90 oraz Bohaczewski, Żelechowski 2021).

Przykładowo oznacza to, że pochodzenie towaru to nie tylko pochodzenie geograficzne, ale także pochodzenie od konkretnego przedsiębiorcy. Wydaje się, że ryzyko wprowadzenia w błąd co do pochodzenia towaru może być istotne w dwóch aspektach:

1. używania jako oznaczenia na wyrobach nazwiska osoby sławnej lub kojarzonej z danym produktem;
2. przeniesienia znaku towarowego zawierającego nazwisko osoby fizycznej wraz z przedsiębiorstwem na inny podmiot.

W pierwszym przypadku błąd musiałby polegać na tym, że użycie cudzego nazwiska oznaczałoby podanie jakichś nieprawdziwych informacji o samym towarze, np. jego właściwościach, składzie, jakości lub sposobie produkcji (Buchalska 2015). Mając na uwadze perspektywę przeciętnego konsumenta z właściwego kręgu odbiorców towaru, raczej trudno sobie wyobrazić taką możliwość.

Używanie nazwiska jako znaku towarowego albo jako części znaku towarowego może być traktowane jako zawarcie w znaku towarowym informacji innych niż te, które wskazują na handlowe pochodzenie towaru albo wskazujących na zaangażowanie innej osoby w działalność komercyjną rejestrującego znak. Może to być interpretowane jako używanie znaku towarowego wprowadzającego w błąd (Mordwiłko-Osajda 2009; Buchalska 2015).

W drugim przypadku dochodzi do przeniesienia znaku towarowego zawierającego nazwisko założyciela tego przedsiębiorstwa wraz z tym przedsiębiorstwem na inny podmiot, a następnie założyciel podnosi, że korzystanie z przeniesionego znaku

towarowego przez nabywcę przedsiębiorstwa wprowadza w błąd co do pochodzenia towaru od założyciela firmy (tak jak w pkt 1 powyżej). Przykładowo firma Simond to znana marka wspinaczkowa z Chamonix, którą w 1820 r. założyło kilku braci Simond, a François Simond przekształcił ją w firmę produkującą sprzęt wspinaczkowy, czym zajmuje się ona od 1860 r. Firma wraz z marką była sprzedawana wielokrotnie (1860, 1925, 1960, 1988, 2004) – ostatnio w 2008 r. nabył ją Decathlon. W zasadzie rodzina Simond ani nie jest właścicielem Simonda, ani też nie odpowiada za działalność (produkcję) przedsiębiorstwa. Używanie przez Decathlon nazwy „Simond” oznacza więc wprowadzenie w błąd co do pochodzenia towarów, skoro nie jest to już produkcja braci Simond, i to niezależnie od tego, czy prowadzenie działalności pod szyldem „Simond” przez Decathlon narusza prawo do nazwiska lub dobra osobiste braci Simond.

W powyższych przypadkach przyjmuje się, że znak towarowy wykorzystujący nazwisko osoby fizycznej odrywa się od konkretnej osoby fizycznej (wyr. TS 2006 w sprawie Elizabeth Florence Emanuel). *De facto* chroni się przekonanie konsumenta o pochodzeniu towaru nie od konkretnej osoby (tu osoby fizycznej), ale o pochodzeniu towaru od konkretnego przedsiębiorcy, czyli podmiotu, który w ramach prowadzonego przez siebie przedsiębiorstwa (art. 55<sup>1</sup> KC) produkuje towary (wyr. Sądu 2012 w sprawie Basile). W pewnym uproszczeniu takie podejście wynika z faktu, że jakość produktu nie jest związana z nazwiskiem właściciela, ale stosowanym procesem produkcji.

### **Względna przeszkoda**

Zgodnie z art. 132<sup>1</sup> ust. 1 pkt 3) oraz 5) PrWłPrzem po skutecznym wniesieniu sprzeciwu nie udziela się prawa ochronnego na znak towarowy identyczny lub podobny do innego znaku towarowego, jeżeli zachodzi ryzyko wprowadzenia odbiorców w błąd, m.in. ze względu na ryzyko skojarzenia zgłoszonego znaku ze znakiem wcześniejszym.

Uprawnionym do wniesienia sprzeciwu jest podmiot, który dla wcześniej otrzymał prawo ochronne dla identycznego lub podobnego znaku towarowego, albo osoba, która faktycznie wykorzystuje znak towarowy i jest on powszechnie znany.

Podstawą wniesienia sprzeciwu jest możliwość wprowadzenia w błąd lub już powstałe wprowadzenie w błąd ze względu na podobieństwo do wcześniejszych znaków towarowych (zarejestrowanych lub powszechnie znanych).

Podczas oceny bierze się pod uwagę całościowe wrażenie, jakie wywołuje zgłoszony do rejestracji znak towarowy (nie jest istotne, jak faktycznie będzie on nanoszony na towar). Istotna jest perspektywa poznawcza przeciętnego konsumenta oraz zasada, że postrzega on znak towarowy całościowo, nie poddaje analizie poszczególnych jego elementów i nie przypisuje im samodzielnego znaczenia odróżniającego (por. podrozdział *Casus nazwiska dwuczłonowego*, s. 84 i tam przywołane orzecznictwo). Nowy znak towarowy porównuje się wyłącznie ze znakami zgłoszonymi lub wykorzystywanymi w klasie takich samych lub podobnych towarów.

### **4.3.5. Ryzyko rozmycia znaku towarowego**

Rozmycie znaku towarowego to faktyczne pozbawienie go siły odróżniającej, mimo że formalnie oznaczenie będzie dystynktywne.

Może to nastąpić w dwóch przypadkach:

1. wielości osób posługujących tym samym nazwiskiem w tej samej branży;
2. braku zakazu posługiwania się w obrocie własnym nazwiskiem przez inne osoby.

Jeśli chodzi o pkt 1, to należy mieć na uwadze, że wiele nazwisk występuje często lub bardzo często, więc może się okazać, że w logotypie wielu firm pojawi się taka sama nazwa (określenie), tj. nazwisko rodowe przedsiębiorcy (por. tab. 7).

Jak wspomniano (por. podrozdz. 4.3.1), rejestracja znaku towarowego zawierającego nazwisko podlega ogólnym zasadom rejestracji innych oznaczeń. Jednocześnie każda osoba ma takie samo prawo do komercyjnego posługiwania się swoim nazwiskiem, nawet w tej samej branży. W pierwszej kolejności bada się, czy oznaczenie jest dystynktywne, czyli czy ma zdolność odróżniającą i nie wprowadza w błąd co do pochodzenia towaru. Jeśli te warunki są spełnione, to może zostać zarejestrowane jako znak towarowy. To, że zawiera ono nazwisko użyte w innym znaku towarowym, jest bez znaczenia, zatem może zdarzyć się, że bardzo wiele firm ma w nazwie to samo nazwisko (por. tab. 9), co doprowadzi do rozmycia marki.

Odnosnie do pkt. 2 (zgodnie z art. 156 ust. 1 pkt 3) PrWiPrzem) należy podkreślić, że udzielenie prawa ochronnego na znak towarowy zawierający nazwisko nie daje uprawnionemu prawa do zakazywania używania w obrocie przez inne osoby ich nazwisk lub adresów, w przypadku gdy osoby te są osobami fizycznymi, o ile jest to zgodne z uczciwymi praktykami w przemyśle i handlu.

Innymi słowy, osoby o takim samym nazwisku mają pełne prawo do wykorzystywania swojego rodzowego nazwiska przy prowadzeniu działalności gospodarczej, w szczególności będą mogły tego nazwiska użyć:

- dla oznaczenia swojej działalności, tj. miejsca jej wykonywania (dlatego osoba, która ma na nazwisko „Porsche”, może prowadzić salon samochodowy pod szyldem „Porsche Zakopiańska”, o ile w ten sposób nie będzie wprowadzać w błąd co do faktycznego zaangażowania firmy Porsche AG w prowadzenie tego salonu);
- w nazwie swojej firmy (art. 43<sup>2</sup>, 43<sup>8</sup> KC);
- jako oznaczenia indywidualizującego przedsiębiorstwo (art. 55<sup>1</sup> KC).

#### **4.3.6. Ryzyko cofnięcia zgody na wykorzystanie nazwiska w znaku towarowym**

Jak już wspomniano, praktycznym rozwiązaniem przy zgłaszaniu jako znak towarowy oznaczenia zawierającego cudze nazwisko (szczególnie osoby znanej) jest dołączenie do zgłoszenia zgody osoby posługującej się tym nazwiskiem. Należy jednak odróżnić zgodę na wykorzystanie dobra osobistego (np. nazwiska) w znaku towarowym od zgody na udzielenie prawa ochronnego na znak towarowy zawierający nazwisko, tzw. listu zgody (art. 133 PrWiPrzem). Z prawnego punktu widzenia chodzi o dwie różne czynności prawne (Trzebiatowski 2020; Żelechowski 2021), tym samym różnie kształtuje się kwestia ryzyka cofnięcia przedmiotowych zgód.

W pierwszym przypadku może nastąpić cofnięcie zgody uchylającej bezprawność naruszenia dobra osobistego (art. 24 KC). Taka decyzja uprawnionego jest zawsze skuteczna na przyszłość, np. ze względu na ośmieszający charakter działań

przedsiębiorcy, który uzyskał zgodę na wykorzystanie nazwiska, co jednak nie ma żadnego znaczenia dla drugiej z udzielonych zgód. Art. 133 PrWiPrzem dotyczy wyłącznie zgody na udzielenie prawa ochronnego na zgłoszony znak – aby faktycznie korzystać ze znaku towarowego zawierającego nazwisko osoby trzeciej, należy uzyskać zgodę na komercyjne wykorzystanie tego dobra, czyli używanie tego znaku. Udzielenie lub odwołanie jednej z tych zgód nie oznacza automatycznego udzielenia ani też odwołania drugiej z nich (Żelechowski 2021). W szczególnym przypadku mimo udzielenia zgody, o której mowa w art. 133 PrWiPrzem, udzielający jej podmiot (np. osoba sławna) może sprzeciwić się używaniu znaku z jego nazwiskiem, o ile narusza to jego dobra osobiste, np. towary produkowane są z naruszeniem praw człowieka (o odpowiedzialności z tego tytułu zob. Hübner 2022).

O ile zgodę na komercyjne wykorzystanie dobra osobistego można odwołać ze skutkiem na przyszłość (art. 24 KC), o tyle zgoda, o której mowa w art. 133 PrWiPrzem, ma charakter definitywny i nie można jej odwołać (Trzebiatowski 2020; Żelechowski 2021) ze względu na powiązanie z interesami osób trzecich działających w zaufaniu do dokonanej rejestracji znaku towarowego. Byłoby nieakceptowalne, gdyby cofnięcie tej zgody prowadziło do utraty uzyskanego na jej podstawie prawa ochronnego.

Innymi słowy, udzielając tej zgody, podmiot jednostronnie finalnie kształtuje sytuację prawną innego podmiotu – dlatego nie można jej odwołać (Brożyna 2021). Inną kwestią jest natomiast uchylene się od skutków prawnych wyrażenia takiej zgody ze względu na wady woli, np. zgoda została uzyskana podstępnie (art. 86 KC) lub wskutek groźby (art. 87 KC) (Gutowski 2019).

Rozważając dopuszczalność odwołania zgody, należy brać pod uwagę sprzeczne interesy stron. W szczególności chodzi o interesy przedsiębiorcy, dla którego zarejestrowano oznaczenie, tj. jego nakłady inwestycyjne na budowanie i utrzymanie marki, oraz prawo do samostanowienia udzielającego zgodę (Grzeszczak 2013). Dopuszcza się cofnięcie zgody, pod warunkiem że przeważają interesy osobiste osoby, o której nazwisko chodzi, czyli gdy dalsze używanie nazwiska prowadzi do naruszenia jej godności, czci, dobrego imienia. Łatwo sobie to wyobrazić, m.in. w przypadku gdy przedsiębiorstwo zostało sprzedane łącznie z zarejestrowanym znakiem towarowym innemu podmiotowi, np. rosyjskiej spółce państwowej (wyr. TS 2006 w sprawie Elizabeth Florence Emanuel). Cofnięcie zgody na komercyjne wykorzystanie nazwiska w znaku towarowym oznacza natomiast niemożliwość posługiwania się tym znakiem na przyszłość (Żelechowski 2021).

O ile strony nie mają wpływu na możliwość cofnięcia zgody z art. 133 PrWiPrzem, o tyle mogą w pewnym zakresie przesądzić losy pozostałych zgód, tj. odnośnie do komercyjnego wykorzystania nazwiska (zob. podrozdz. 4.5).

#### **4.4. Możliwe strategie minimalizowania ryzyka**

We wcześniejszych podrozdziałach zostały wskazane szczególne ryzyka związane z budowaniem marki wykorzystującej własne lub cudze nazwisko. W tym podrozdziale zostaną przedstawione możliwe strategie, jakie pozwolą je minimalizować, przy czym należy podkreślić, że te rekomendacje (a może nawet należałoby

powiedzieć: techniki) nie przesądzają o tym, czy tworzenie marki na bazie nazwiska jest zalecaną strategią jej budowania.

Ponieważ z praktycznego punktu widzenia najważniejszym ryzykiem związanym z budowaniem znaku towarowego jest możliwość postawienia zarzutu braku dystynktywności oznaczenia, braku konkretnej zdolności rozróżniającej, wprowadzenia nabywcy w błąd ze względu na podobieństwo do innego znaku towarowego lub naruszenia dóbr osobistych osób trzecich, to zostaną zaprezentowane propozycje minimalizowania takiego ryzyka.

#### 4.4.1. Dodatki słowne do nazwiska

Bardzo skuteczną strategią stosowaną w celu uniknięcia ryzyka przy rejestracji znaku towarowego z nazwiskiem jest dodanie do niego jakiegoś elementu, którym może być:

- imię lub imiona,
- drugi człon nazwiska (czyli posłużenie się nazwiskiem wieloczłonowym),
- pseudonim,
- przydomek,
- przedrostek.

We wszystkich tych przypadkach dodanie dodatkowego elementu do nazwiska spowoduje istotne ograniczenie ryzyka postawienia zarzutu podobieństwa do innego znaku towarowego lub naruszenia dóbr osób trzecich. Taki wniosek wynika z utrwalonego orzecznictwa, zgodnie z którym znak towarowy jest postrzegany przez odbiorcę jako całość, bez analizowania jego poszczególnych elementów. W przypadku znaku towarowego składającego się z nazwiska jego odbiorca będzie koncentrował się na całości znaku, bez względu na liczbę i rodzaj elementów składających się na nazwisko (wyr. Sądu 2019 w sprawie Incontri; Wild 2019; wyr. Sądu 2021 w sprawie Cyrus; Gruske 2021).

Dodanie imienia do nazwiska powoduje, że nowo powstały logotyp będzie pod względem graficznym (logotypicznym), dźwiękowo-fonetycznym, konceptualnym oraz pojęciowym wystarczająco odmienny od logotypu zawierającego wyłącznie nazwisko, co w zasadzie gwarantuje jego dystynktywność oraz brak podobieństwa. Ewentualnie podobieństwo może zostać ograniczone wyłącznie do osób noszących takie samo nazwisko i imię. W orzeczeniach sądów za wystarczająco różne były uznawane:

- nazwisko Barbary Becker względem nazwy Becker (wyr. Sądu 2010 w sprawie Becker),
- nazwisko Fabiani względem nazwy SashaFabiani (post. BPatG 2013 w sprawie Fabiani),
- nazwisko Cyrus względem nazwy Miley Cyrus (wyr. Sądu 2021 w sprawie Cyrus),
- nazwy MISS ROSSI i SISSI ROSSI (wyr. SPI 2005 w sprawie ROSSI).

Powyższą zasadę należy jednak relatywizować w zależności od tego, czy chodzi o powszechnie występujące, czy rzadkie nazwisko. Im bardziej popularne nazwisko, tym mniejsze ryzyko podobieństwa w przypadku dodania imienia do nazwiska.

Przykłady takiej sytuacji z orzecznictwa (Tyra 2004) to:

- sprawa MISS ROSSI przeciwko SISSI ROSSI (wyr. SPI 2005 w sprawie ROSSI),
- sprawa Ted Baker przeciwko Claudia Baker (decyzja UHRW 2001 z dnia 11.10.2001),
- sprawa Mary Green przeciwko Paul Green (decyzja UHRW 2002 z dnia 23.10.2002),
- sprawa Clarins oraz Claris przeciwko Noelle Claris (wyr. BPatG 2001 w sprawie Claris).

W przypadku rzadkich nazwisk Sąd Unii Europejskiej przyjmuje natomiast, że odbiorca koncentruje się przede wszystkim na nazwisku, które dominuje w oznaczeniu (wyr. SPI 2005 w sprawie Fusco), a imię schodzi na drugi plan. Tym samym w Polsce bardzo łatwo będzie odróżnić się od znaków towarowych zawierających nazwisko „Kowalski” lub „Nowak”, ale będzie to bardzo utrudnione w przypadku nazwiska „Zoll”, „Ciężki”, „Longschamps de Bériér” lub „du Vall”. Dlatego Naczelny Sąd Administracyjny przyjął, że późniejszy znak „St. Ryłko” jest myląco podobny do znaku „Ryłko” (wyr. NSA 2020 w sprawie Ryłko).

Ponieważ percepcja nazwisk (a szczególnie nazwisk złożonych) może różnić się w poszczególnych krajach, to ustalenie, czy dominantą gwarantującą odróżniający charakter oznaczenia składającego się z nazwiska jest imię, czy nazwisko, będzie zależne od kraju, w którym ma zostać zarejestrowany znak. Taką generalną zasadę można odszukać w orzeczeniu w sprawie Fusco (wyr. SPI 2005 w sprawie Fusco) oraz ogólnie dla Hiszpanii, Francji, Włoch, Finlandii, Niemiec i Portugalii w orzeczeniu w sprawie Sandrone (wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone), a szczegółowo:

- dla Hiszpanii – orzeczono, że uwaga odbiorcy koncentruje się na pierwszym nazwisku (wyr. Tribunal Supremo 1994 w sprawie Julián Murúa Entrena);
- we Francji – orzeczono, że uwaga odbiorcy koncentruje się na pierwszym nazwisku (wyr. SPI 2005 w sprawie ROSSI);
- we Włoszech – orzeczono, że uwaga odbiorcy koncentruje się na całym nazwisku (wyr. SPI 2004 w sprawie Pucci);
- w Niemczech – orzeczono, że uwaga odbiorcy koncentruje się na całym nazwisku (post. BPatG 2013 w sprawie Fabiani).

Zwyczaje dotyczące postrzegania znaków towarowych mogą się odmiennie kształtować w różnych branżach. W branży winiarskiej konsumenci rozpoznają pochodzenie handlowe przede wszystkim na podstawie słów, czyli nazwiska lub nazwy posiadłości (wyr. SPI 2005 w sprawie Julián Murúa Entrena; wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone). Wydaje się także, że w świecie mody właśnie nazwisko będzie miało decydujące znaczenie (wyr. Sądu 2012 w sprawie Basile; Reinholz 2014; Sorokowska 2021). Podobnie w przypadku produkcji dóbr luksusowych, np. perfum oraz artykułów kosmetycznych (wyr. BPatG w sprawie Claris), gdzie często znakiem towarowym są nazwiska, np. Jil Sander, Paco Rabanne.

#### **4.4.2. Dodanie przedrostka**

Nieco inaczej przyjdzie jednak rozstrzygnąć w przypadku, gdy część składową logotypu tworzy także przedrostek, np. von, van, zu, sir, ibn, el, la, de, du, don.

W takim przypadku niezależnie od oceny fonetycznej, graficznej oraz konceptualnej przyjmuje się, że dominującą funkcję odróżniająca ma nazwisko lub imię, a nie przedrostek. Tak też rozstrzygnął TS w sprawie Luciano Sandrone vs don Sandrone. W przedmiotowej sprawie chodziło o dominowanie słowa „Luciano” nad słowem „don” (wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone).

#### 4.4.3. Dodawanie nazwy fantazyjnej

Analogicznie jak w przypadku uzupełniania oznaczenia zawierającego nazwisko imieniem lub innym nazwiskiem rozstrzygnąć przyjdzie także w przypadku użycia fantazyjnego dodatku. W takiej sytuacji tym bardziej będzie można przyjąć, że w ten sposób powstał odmienny pod względem wizualnym, koncepcyjnym oraz słowno-fonetycznym znak towarowy, ponieważ takie fantazyjne dodatki będą charakteryzowały się statystyczną niepowtarzalnością, co ma kluczowe znaczenie dla odróżniającego charakteru całego oznaczenia.

#### 4.4.4. Dodatki graficzne

Równie efektywne oraz łatwe w ocenie co do skuteczności jest dodanie do nazwiska grafiki lub napisanie nazwiska stylizowanym fontem (oznaczenie kombinowane, słowno-graficzne). W takich przypadkach nie będzie problemów z dystynktywnością ani z podobieństwem do innych znaków towarowych (ryzyko wprowadzenia w błąd). Nie wolno jedynie zapomnieć przy projektowaniu o zagwarantowaniu statystycznej niepowtarzalności grafiki oraz uniknięciu ewentualnego zarzutu naruszenia dóbr osobistych osób trzecich przez wywołanie mylnego skojarzenia.

Poza tym, decydując się na oznaczenie kombinowane, relatywnie łatwo zweryfikować i określić ryzyko. Ostatecznie grafika w znaku towarowym z natury jest dystynktywna, a ewentualne podobieństwo do wcześniejszych znaków towarowych można ocenić *ex ante* w fazie projektowania, w szczególności dzięki narzędziom wykorzystywanym do weryfikacji oznaczeń służących graficznej identyfikacji. Będą to w szczególności wyszukiwarki udostępniane przez organy rejestracyjne – krajowe, europejskie i międzynarodowe urzędy patentowe. Są to np.:

- UPRP: <https://ewyszukiwarka.pue.uprp.gov.pl/search/simple-search>;
- EUIPO: <https://euipo.europa.eu/eSearch/#basic>;
- WIPO: <https://www3.wipo.int/branddb/en/>;
- zbiorcze narzędzie TMview: <https://www.tmdn.org/tmview/welcome#/tmview>.

Za pomocą tych narzędzi można sprawdzić, czy interesujące nazwisko jest już użyte jako znak towarowy oraz w jaki sposób jest ono graficznie przedstawione. Jednocześnie w przypadku wyszukiwarek EUIPO, WIPO i TMview istnieje dodatkowa zaawansowana opcja, tj. możliwość wyszukiwania za pomocą grafiki, a nie tylko haseł (nazw). Tym samym możemy *ex ante* sprawdzić, czy grafika, którą chcemy wykorzystać łącznie z nazwiskiem jako znak towarowy, lub grafika do niej podobna pojawia się w innych znakach towarowych.



Istnieje także możliwość sprawdzenia, czy motyw, jakie chcemy wykorzystać w grafice, są reprezentowane w innych znakach towarowych, np. można wpisać w wyszukiwarce EUIPO słowo *bee*, co pozwoli na ustalenie, w jakich znakach towarowych pojawia się motyw pszczoły. Motywy graficzne w znakach towarowych są klasyfikowane zgodnie z klasyfikacją wiedeńską, czyli porozumieniem wiedeńskim. Klasyfikację tę prowadzi Światowa Organizacja Własności Intelektualnej (WIPO), ale jest ona powszechnie wykorzystywana w krajowych organach rejestracyjnych i w ich europejskim odpowiedniku.

#### **4.4.5. Ochrona przed cofnięciem zgody oraz zakres zgody**

Jak powiedziano w podrozdziale 4.3.6, wykorzystując cudze nazwisko, warto zadbać o zgodę osoby, która to nazwisko nosi, na jego wykorzystanie w celach komercyjnych. Należy przy tym pamiętać, że w kontekście użycia cudzego nazwiska nie istnieje zgoda, która obejmowałaby wszystkie aspekty. Innymi słowy, zgoda na wykorzystanie nazwiska na jednym polu nie przesądza o istnieniu zgody na innych polach. W szczególności zgoda na użycie nazwiska w znaku towarowym firmy nie oznacza jeszcze zgody na udzielenie prawa ochronnego na taki znak towarowy.

W celu zabezpieczenia się przed możliwymi ryzykami dotyczącymi zakresu zgody należy zadbać, aby w udzielanej zgodzie zostały przesądzone następujące kwestie:

- dopuszczalność używania nazwiska w znaku towarowym (art. 23 KC);
- zezwolenie na udzielenie prawa ochronnego na oznaczenie zawierające nazwisko osoby trzeciej (art. 133 PrWIPrzem);
- dokładne wskazanie, jakiego rodzaju znaku towarowego dotyczy zgoda;
- czy zgoda dotyczy wykorzystywania nazwiska wyłącznie przez konkretnego przedsiębiorcę, czy także jego następców prawnych (np. w przypadku sprzedaży);
- czy zgoda może być cofnięta w przypadku zmiany miejsca, warunków lub metod wytwarzania produktów (np. rezygnacja z produkcji ekologicznej);
- czy zgoda obowiązuje tylko za życia, czy także po śmierci osoby jej udzielającej (np. zastrzeżenie żony zmarłego prezydenta USA odnośnie do korzystania z jego nazwiska za jej życia i po jej śmierci) (Mazurkiewicz 2010).

### **4.5. Wnioski**

Budowanie znaku towarowego na bazie własnego nazwiska może być bardzo dobrym sposobem tworzenia silnej marki na bazie wartości związanych z tradycją prowadzenia rodzinnej firmy. Podobnie jest w przypadku wykorzystania nazwiska osoby trzeciej, z którą nabywcy z właściwego kręgu łączą pewne wartości. Taka strategia tworzenia marki może jednak okazać się bardzo niebezpieczna, nie tylko w związku ze sferą prawną. Może się np. okazać, że posługujemy się nazwiskiem, które jest nazwiskiem rodowym wielu innych osób. Ponieważ nie można innym zakazać używania własnego nazwiska w obrocie prawnym, to może się zdarzyć, że na danym rynku istnieje bardzo dużo firm wykorzystujących to samo nazwisko, co może prowadzić do

rozmycia marki i niespełniania przez nią podstawowej funkcji, tj. rozpoznawalności (zob. podrozdz. 4.3.5).

Zagrożenie to jest tym większe, że nawet w przypadku otrzymania prawa ochronnego na znak towarowy uprawniony uzyskuje wyłączne prawo do używania znaku towarowego, tj. monopol na umieszczanie tego znaku na towarach, ich opakowaniach, oferowanie i wprowadzanie tych towarów do obrotu, składowanie w celu oferowania i wprowadzania do obrotu (art. 154 PrWiPrzem). Prawo ochronne nie umożliwia zakazywania posługiwania się w obrocie własnym nazwiskiem przez inne osoby w celu oznaczenia własnej działalności (art. 156 ust. 1 pkt 1) PrWiPrzem).

W sferze prawnej, jeśli wiele osób nosi to samo nazwisko, mogą wystąpić problemy z rejestracją znaku, jak również w trakcie jego używania. Po pierwsze może się okazać, że znak towarowy zawierający nazwisko nie jest dystynktywny albo nie pozwala wskazać handlowego pochodzenia towaru w danej klasie towarów. Po drugie zgłoszenie takiego znaku towarowego może oznaczać naruszenie dóbr osobistych innych osób noszących takie samo nazwisko. Po trzecie ze względu na powszechność występowania danego nazwiska łatwo wyobrazić sobie przypadek, w którym zgłoszenie do rejestracji znaku towarowego z takim samym nazwiskiem będzie kwalifikowane jako wywołujące ryzyko skojarzenia z wcześniejszym znakiem towarowym, w którym to nazwisko zostało już wykorzystane.

Proponowane sposoby minimalizowania prawnych problemów związanych z wykorzystaniem nazwiska jako znaku towarowego nie rozwiążą innego rodzaju problemów oraz nie przesądzą o tym, czy budowanie marki właśnie z wykorzystaniem takich zasobów jest dobrym rozwiązaniem. Celem prezentacji było przybliżenie prawnych i faktycznych uwarunkowań podejmowania decyzji o strategii budowania marki, która z perspektywy przedsiębiorcy jest decyzją o charakterze menedżerskim.



## Rozdział 5

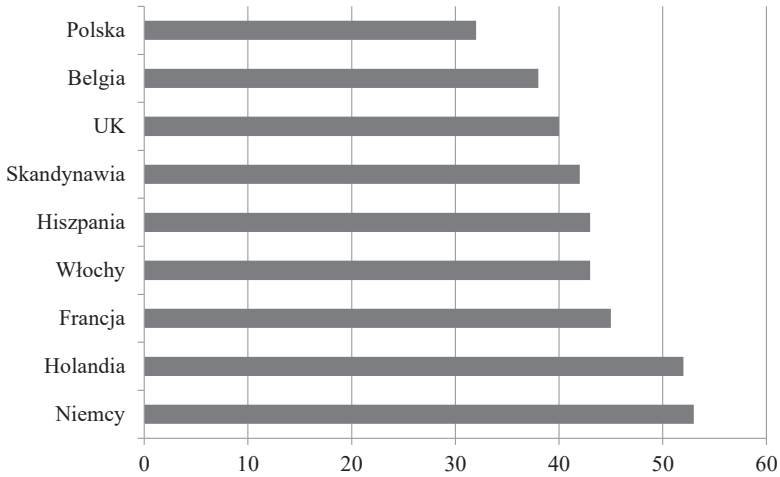
# RYZIKO PRZEDSIĘBIORCY ZWIĄZANE Z WYKONANIEM KONSUMENCKIEGO PRAWA DO ODWOŁANIA UMOWY

### 5.1. Wstęp

Przedsiębiorcy działający na jednolitym rynku europejskim najczęściej dokonują operacji rynkowych – w szczególności zawierają umowy – w warunkach, w których drugiej stronie transakcji przysługuje na podstawie ustawy prawo do odwołania, czyli zerwania umowy bez podawania przyczyny. Prawo to przysługuje wyłącznie konsumentowi, jednak to właśnie on będzie najczęściej stroną umowy zawieranej przez przedsiębiorcę. W tym kontekście wydaje się zasadne przedstawienie ryzyka prawnego związanego z wykonaniem przez konsumenta prawa do odwołania umowy bez podawania przyczyny. W kolejnych podrozdziałach zostaną przedstawione:

- przypadki, w których konsumentowi przysługuje prawo do odwołania umowy;
- przyczyny, ze względu na które przedmiotowe uprawnienie jest istotnym ryzykiem dla przedsiębiorcy;
- skutki wykonania prawa do odwołania umowy przez konsumenta, w szczególności koszty przedsiębiorcy oraz znaczenie dla innych umów niż tylko tej odwoływanej przez konsumenta (np. dla umów powiązanych).

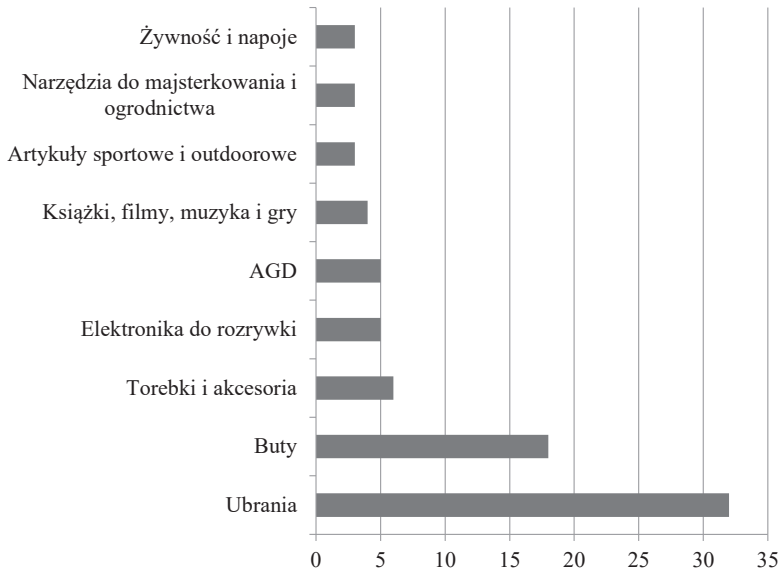
Niestety nie ma statystyk przedstawiających problematykę zwrotów dokonywanych przez konsumentów na polskim rynku, dlatego konieczne stało się odwołanie do danych statystycznych odnoszących się do innych krajów. W niniejszym rozdziale są przywoływane statystyki dotyczące m.in. rynku amerykańskiego oraz niemieckiego, który jest największym rynkiem w Europie. Naturalnie nie są one miarodajne dla ranków w innych krajach (choćby ze względu na różny udział rynku *online* w całości handlu detalicznego B2C oraz popularności *e-commerce* w danym kraju). Przykładowo w grupie 500 największych (wg obrotu *netto*) firm niemieckich aż 32% sprzedawało swoje towary i usługi przez portal transakcyjny eBay, a we Francji już tylko 8% (Janson 2021). Jeśli chodzi o prognozowany rozwój rynku *e-commerce* w Polsce, to w 2026 r. jego wartość ma osiągnąć 162 mld zł (PWC 2021) – nie można mieć wątpliwości, że sprawa zwrotów towarów jest bardzo istotna. Na rysunku 11 przedstawiono statystykę zwrotów towarów zakupionych w Internecie.



**Rys. 11.** Odsetek osób, które zwróciły zakupiony w sieci towar

Źródło: Statista.com 2019

Oczywiście wielkość zwrotów różnie rozkłada się nie tylko w ujęciu geograficznym, ale także branżowym. Na rysunku 12 przedstawiono statystykę zwrotów towarów zamówionych w Internecie według przedmiotu zamówienia (badanie przeprowadzone w dniach 17.02.2020–25.03.2020 oraz 22.07.2020–20.08.2020 w Niemczech na grupie 2081 osób pomiędzy 18 a 64 rokiem życia).



**Rys. 12.** Odsetek osób, które zwróciły towar zakupiony w Internecie w ostatnich 12 miesiącach od przeprowadzenia ankiety

Źródło: Statista.com 2020

Prowadzenie działalności gospodarczej nierozłącznie związane jest ekspozycją na różnego rodzaju ryzyka prawne. W celu wykazania oczywistości tego stwierdzenia wystarczy odwołać się do powszechnego doświadczenia przedsiębiorców. Także na poziomie akademickim teza ta nie budzi żadnych wątpliwości. Niektóre aktywności gospodarcze, jak np. działalność bankowa, ze swojej istoty charakteryzowane są jako zarządzanie ryzykiem.

Tym, co czyni przedsiębiorców wyjątkową grupą, dla której tworzone są kwalifikowane podmiotowo regulacje prawne, jest właśnie ich stała konfrontacja z nowo pojawiającymi się ryzykami. Etymologicznie pojęcie przedsiębiorcy zawsze związane było z pierwiastkiem porywczosci, awanturnictwa, odwagi (Marcinkowski 1996). Irlandzki ekonomista R. Cantillon twierdził, że przedsiębiorcą jest każdy, kto kupuje po pewnej, a sprzedaje po niepewnej cenie, czyli każdy, kto jest narażony na ryzyko niepewności. Dlatego dla R. Cantillona przedsiębiorcami byli także bezdomni oraz złodzieje (Marcinkowski 1996).

Doniosłość ryzyka w działalności przedsiębiorcy wynika choćby z przepisów regulujących obowiązek tworzenia różnego rodzaju kapitałów, funduszy czy środków celowych przeznaczonych na pokrycie ryzyka. Przykładowo można przywołać kapitał zapasowy dla spółki akcyjnej (art. 396 KSH), fundusze własne banków (art. 126 PrBank), tworzenie rezerw na ryzyko ogólne (Brożyna 2005). Ponadto prawo bilansowe zezwala na tworzenie tzw. pozostałych rezerw (art. 35d Rachunk) na pewne lub o dużym stopniu prawdopodobieństwa przyszłe zobowiązania, których kwotę można w sposób wiarygodny oszacować. W szczególności chodzi tu o rezerwę na straty z transakcji gospodarczych w toku, np. ze względu na możliwość odwołania umowy przez konsumenta. Jednocześnie rezerwy te nie są traktowane jako koszt uzyskania przychodu, dlatego tworzenie takiej rezerwy (czyli nakład przedsiębiorcy w zakresie minimalizacji kosztów powstających w związku z ochroną konsumenta) nie jest uwzględniane na gruncie podatkowym. Wyjątek dotyczy tzw. odpisu aktualizacyjnego (art. 35b Rachunk), co jednak nie ma zastosowania w kontekście zwrotu towarów przez konsumenta.

## 5.2. Odwołanie umowy jako niepewność prawna

O ile funkcjonowanie przedsiębiorcy w warunkach ryzyka jest dla niego naturalne (Jajuga 2009), to krytycznym przypadkiem jest istnienie niepewności prawnej. Jedną z postaci zjawiskowych niepewności prawnej są właśnie ustawowe przepisy wyposażające konsumenta w prawo do niczym nieskrępowanego odwołania umowy bez podawania przyczyny. Struktura tego uprawnienia, przesłanki oraz model sądowej kontroli jego wykonania pozwalają zakwalifikować to prawo jako niepewność prawną albo przynajmniej istotne ryzyko prawne.

W tym rozdziale, inaczej niż w klasycznym ujęciu, pojęcia niepewności oraz ryzyka będą używane zamiennie (Willett 1951; Wiatr 2006). W tym miejscu warto przytoczyć tezę F. Knighta, zgodnie z którą niepewność jest kwalifikowanym rodzajem ryzyka (Knight 1967). Niepewność rozumiana jest jako brak informacji na temat

sytuacji wyjściowej oraz możliwego jej rozwoju, natomiast ryzyko jest mierzalną metodami statystycznymi niepewnością co do wystąpienia niepożądanych następstw (uszczerbku), w szczególności straty, szkody, krzywdy (Molis 2017).

Skoro nie wiadomo, czy, jak i kiedy konsument odwoła umowę lub też czy w ogóle takie uprawnienie mu przysługuje, a jednocześnie ekonomiczne i prawne skutki wykonania tego prawa obciążają wyłącznie przedsiębiorcę, to takie prawo jest dla przedsiębiorcy niepewnością, czyli istotnym lub kwalifikowanym ryzykiem. Można tu wskazać choćby przypadek firmy CD Project – masowy zwrot egzemplarzy gry *Cyberpunk* (szacowane zwroty na poziomie 215 tys. egzemplarzy, koszt ok. 40 mln złotych) (CD Project 2021).

Ponieważ są dostępne statystyki mówiące o tym, ile jakich towarów zwracają konsumenci, to należałoby fakt zwrotu towaru traktować jako ryzyko. Istnieją jednak racje, które przemawiają za tym, aby prawo do odwołania umowy określić mianem niepewności prawnej. Po pierwsze wykonanie tego uprawnienia nie wymaga podania przyczyny uzasadniającej odwołanie umowy, a nawet nie jest wymagane istnienie jakiegokolwiek przyczyny. Wykonanie prawa uzależnione jest zatem wyłącznie od woli konsumenta. Po drugie chociaż na pierwszy rzut oka przepisy zdają się jednoznaczne, to może się okazać, że w konkretnym przypadku, który formalnie objęty jest zakresem przepisów wyposażających konsumenta w prawo do odwołania umowy, nie jest wcale pewne, czy i w jakim okresie prawo to rzeczywiście mu przysługuje. Jest tak dlatego, że nawet błahе niewykonanie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorcę (np. redakcyjna pomyłka w adresie e-mail) może np. doprowadzić do przekształcenia umowy kredytu konsumenckiego w kredyt darmowy lub znacząco wydłużyć czas, w którym konsumentowi przysługuje przedmiotowe uprawnienie albo nawet spowodować, że będzie ono przysługiwało bez ograniczeń czasowych (bezzterminowe prawo do odwołania umowy). Z tych samych powodów przedsiębiorca może utracić prawo żądania wynagrodzenia za świadczone na rzecz konsumenta usługi. Po trzecie wykonanie prawa do odwołania umowy nie podlega sądowej kontroli w kontekście zarzutu nadużycia prawa (por. podrozdz. 5.3.2). Zgodnie z art. 5 KC nie można czynić ze swego prawa użytku, który by był sprzeczny ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem tego prawa lub z zasadami współżycia społecznego. Takie działanie nie jest uważane za wykonywanie prawa i konsument nie może korzystać z ochrony.

Wyłączenie stosowania art. 5 KC dla oceny wykonania prawa do odwołania umowy stwarza pole do nadużyć ze strony konsumenta. Szacuje się, że w 2005 r. w USA ok. 6,6–8,5% zwrotów (opiewających na kwotę 14,4–18,8 mld dolarów) można zakwalifikować jako przykłady nadużycia prawa do zwrotu towaru (Asdecker, Weigel 2013), natomiast w 2020 r. było to 5,9% (wartość zwróconych towarów nieco powyżej 25 mld dolarów). Dla sprzedaży internetowej udział takich zwrotów w 2020 r. wyniósł jednak aż 7,5% (wartość zwróconych towarów – 7,7 mld dolarów) (National Retail Federation, 2021). Dla rynku niemieckiego szacuje się natomiast, że aż 20% kupujących *online* świadomie nabywa towar z zamiarem zwrotu bez względu na okoliczności (Asdecker, Weigel 2013), co w kontekście wszystkich zwrotów – w 2018 r. było to 280 mln paczek zawierających 490 mln produktów (Statista 2021) – daje olbrzymią liczbę zwrotów, które można traktować jako nadużycie prawa do zwrotu towaru.

W celu zilustrowania, jak dalece istotnym ryzykiem prawnym jest możliwość odwołania przez konsumenta umowy, posłużę się następującymi przykładami. Przykład pierwszy: drobny nanoprzedsiębiorca sprzedaje na portalu aukcyjnym opony do rowerów w cenie 50 zł, a koszt przesyłki wyniesie 20 zł. Jeżeli konsument odwoła umowę, to sprzedawca zobowiązany jest zwrócić konsumentowi całość otrzymanej od niego kwoty, tj. 70 zł. Jeżeli ten sam towar zostanie zwrócony dwukrotnie, to w zasadzie koszty zwrotu będą równe wartości towaru. Oczywiście przedsiębiorca mógłby skierować swoją ofertę do wszystkich z wyjątkiem konsumentów, jednak w takim przypadku bardzo ograniczyłby szansę na zawarcie umowy. Poza tym nie jest wykluczone, że i tak towar kupiłby konsument, podając się za „niekonsumenta”. Także w tym ostatnim przypadku przysługuje prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny (zob. odnośnie do nadużycia praw przez konsumenta podrozdz. 5.3.2).

Przykład drugi: w praktyce banków niemieckich konsumenci często po wielu latach odwoływali umowy kredytowe, ze względu na nawet błahe uchybienia obowiązkowi informacyjnym ze strony banków, np. błąd redakcyjny w podanym adresie, e-mailu, numerze faxu. Po stronie konsumentów powstawało nieograniczone w czasie (bezterminowe) prawo do odwołania umowy (Habersack, Schürnbrand 2014). Odwołanie było możliwe nawet w sytuacji, w której nienależyte wykonanie obowiązków informacyjnych wynikało z wykorzystania przez bank ustawowego wzoru pouczenia o przysługiwaniu prawa do odwołania umowy, który ze względu na błąd niemieckiego ustawodawcy okazał się sprzeczny z prawem unijnym (Habersack, Schürnbrand 2014).

Przykład trzeci: przedsiębiorca prowadzący komis samochodowy zastrzegł, że atrakcyjna cenowo oferta dotycząca sprzedaży używanego auta skierowana jest wyłącznie do przedsiębiorców, ponieważ im nie przysługuje prawo do odwołania umowy bez podania przyczyny. Podając się za przedsiębiorcę kupujący nabył przedmiotowe auto. Po zbadaniu samochodu okazało się, że ma on wady. Nabywca postanowił odwołać umowę, nie podając przyczyny, ponieważ – jak się okazało – w rzeczywistości nie był przedsiębiorcą, ale konsumentem, jednak fakt ten zataił przed sprzedawcą. Także w takim przypadku konsumentowi przysługuje prawo do odwołania umowy (Brożyna 2021). Warto zaznaczyć, że w takiej sytuacji niemiecki sąd najwyższy BGH rozstrzygnął odmiennie (wyr. BGH 2004), natomiast w Polsce nie ma orzecznictwa odnośnie do takich przypadków.

Przykłady te pokazują, że ryzyko odwołania przez konsumenta umowy oraz jego prawne i ekonomiczne konsekwencje mogą powodować istotne problemy finansowe zarówno nanoprzedsiębiorców, jak i wielkich korporacji (np. banków) oraz że ochrona konsumenta jest osiągnięta także kosztem poświęcenia legitymowanych interesów przedsiębiorcy. Jednocześnie przedsiębiorca nie może uniknąć przedmiotowej niepewności, gdyż przepisy zabraniają wyłączenia tego prawa za pomocą odpowiednich zapisów umowy, jak również konsument nie może jednostronnie się go zrzec.

Praktyczna doniosłość konsumenckiego prawa do odwołania umowy nie budzi wątpliwości. Po pierwsze ze względu na fakt, że prawo do odwołania umowy przysługuje konsumentowi w umowach zawieranych na odległość, np. przez Internet.



Po drugie konsumenckie prawo do odwołania umowy stało się jeszcze bardziej istotne ze względu na sytuację pandemiczną, która doprowadziła do znacznego wzrostu liczby umów zawieranych na odległość, choć w niektórych segmentach, jak np. moda, spadła istotnie liczba zwracanych towarów (Karl, Asdecker 2021). Pandemiczne obostrzenia spowodowały wykształcenie nowego modelu biznesowego dla sklepów stacjonarnych. Mowa tu o zakupach *click & collect*, czyli zamów *online* (telefonicznie albo przez formularz internetowy) i odbierz stacjonarnie. Ponieważ z prawnego punktu widzenia umowy dochodzące do skutku w takim trybie są przypadkiem umowy zawartej na odległość, to także w ich przypadku konsument ma prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny. Aż 87,7% umów zawieranych przez sprzedawców oferujących tzw. wielokanałowe formy dystrybucji zawieranych jest zgodnie z procedurą *click & collect*. Za takiego sprzedawcę (*omnichannel-trader*) uznaje się podmiot, który spełnia przynajmniej trzy z poniższych kryteriów: *click & collect*, możliwość płatności *online* oraz w sklepie stacjonarnym, możliwość podglądu stanów magazynowych w sklepie stacjonarnym oraz możliwość zwrotu w filii przedsiębiorstwa (EHI Retail Institute).

Po trzecie od 1 stycznia 2021 r. z ochrony przyznanej konsumentom skorzystać mogą także przedsiębiorcy na prawach konsumenta (por. podrozdz. 5.3.3). Co prawda dotyczy to wyłącznie jednoosobowych przedsiębiorców, czyli osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą lub zawodową, ale stanowią oni aż 87,5% wszystkich przedsiębiorców (PARP, Grupa PFR 2020).

Po czwarte oczywiste jest, że dla przedsiębiorcy zwrot towarów oznacza nie tylko zerwanie umowy i w konsekwencji utratę zysku, ale także generuje dla niego koszty. Z reguły zwracane towary nie mogą być już sprzedane jako nowe lub też w ogóle nie mogą zostać ponownie wprowadzone do obrotu, np. ze względu na uszkodzone opakowanie (tab. 9).

**Tabela 9**

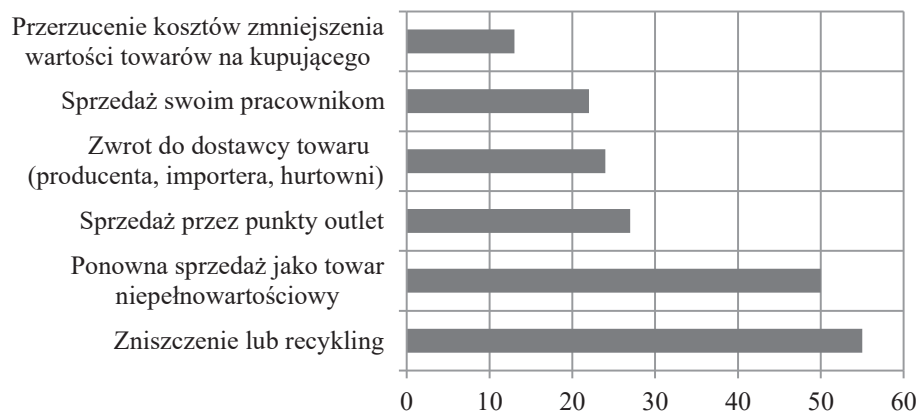
Udział zwrotów ze zniszczonym opakowaniem

Towar	Elektronika	Ubrania	Zabawki	Kosmetyki	Bizuteria
Procent ogółu towarów	35	21	8	5	4

Źródło: Händlerbund 2016

W przypadku umów zawieranych na odległość aż 44% zwróconych towarów było uszkodzonych lub obciążonych wadą, która obniżała wartość rzeczy średnio o 35%, a w przypadku odzieży aż o 44% (badanie przeprowadzone w 2016 r. wśród 856 przedsiębiorców, Händlerbund 2016). Co prawda przepisy prawa zasadniczo nakładają na konsumenta obowiązek zapłaty za zmniejszenie wartości rzeczy spowodowane korzystaniem z niej w sposób wykraczający poza to, co konieczne do stwierdzenia charakteru, cech i funkcjonowania rzeczy (początkowo zakres odszkodowania był ograniczony wyłącznie do przypadków, w których konsument używał rzeczy niezgodnie z zasadami prawa cywilnego, takimi jak dobra wiara czy bezpodstawne wzbogacenie, por. wyr. TS 2009 w sprawie Messner), jednak przedsiębiorcom

udało się wyegzekwować te koszty (bez procesu sądowego) tylko w 13% przypadków (Statista.com). Na rysunku 13 przedstawiono, jak przedsiębiorcy postępują z produktami, które po zwrocie nie są pełnowartościowe.



Rys. 13. Sposób postępowania ze zwróconymi towarami [%]

Źródło: Statista.com

### 5.3. Konsumenckie prawo do odwołania umowy jako ryzyko

Od 1 lipca 2000 r. w polskim prawie na skutek implementacji unijnych dyrektyw konsument ma prawo do jednostronnego zerwania (zniweczenia) umowy bez podawania przyczyny oraz bez ponoszenia ekonomicznych i prawnych konsekwencji (OchPrKons). Uprawnienie to przysługuje konsumentowi tylko w przypadkach przewidzianych w ustawie oraz wyłącznie w tzw. umowach konsumenckich. W kolejnych podrozdziałach zostaną wskazane ustawowe przypadki, w których konsumentowi przysługuje prawo.

#### 5.3.1. Umowy konsumenckie

Umowy konsumenckie kwalifikowane są jako jednostronne umowy handlowe, a zatem są to umowy zawierane pomiędzy konsumentem a przedsiębiorcą – B2C (Spyra, Włodyka 2017), jednak konsumentowi prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny przysługuje wyłącznie wtedy, gdy jest on nabywcą towarów lub usług, a zbywającym jest przedsiębiorca. Tym samym prawo konsumenckie nie ma zastosowania do tzw. odwróconych umów konsumenckich, w których to przedsiębiorca nabywałby towary lub usługi od konsumenta (Maume 2016).

#### Definicja przedsiębiorcy – art. 43<sup>1</sup> KC

Zgodnie z art. 43<sup>1</sup> KC: „Przedsiębiorcą jest osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna, o której mowa w art. 33<sup>1</sup> § 1 KC, prowadząca we własnym imieniu działalność gospodarczą lub zawodową”. Zatem każdy podmiot prowadzący we własnym imieniu działalność gospodarczą lub zawodową jest przedsiębiorcą bez

względu na jego formę prawną, strukturę własnościową (podmioty prywatne, publicznie, mieszane), niezależnie od sposobu finansowania (także z budżetu państwa) oraz od przedmiotu działalności – odmiennie niż w ustawie Prawo przedsiębiorców (por. art. 4 PrPrzed), w której w definicji przedsiębiorcy nie przewidziano wyłączeń sektorowych. Bez znaczenia jest także to, czy jednostka organizacyjna podlega prawu prywatnemu, czy publicznemu – zatem przedsiębiorcą mogą być także organy państwowe i podmioty prywatne, którym powierzono wykonywanie zadań państwowych, np. notariusze (por. uchw. SN 2016).

Działalnością gospodarczą jest każda prowadzona we własnym imieniu, trwała i zorganizowana aktywność, podporządkowana regułom opłacalności i zysku lub przynajmniej opierająca się na motywie racjonalnego gospodarowania ograniczonymi zasobami (uchw. SN 2005). Zazwyczaj będzie to działalność zarobkowa, jednak fakt lub zamiar osiągania zysków nie są wyznacznikiem prowadzenia działalności gospodarczej (por. wyr. NSA 2017 oraz wyr. TK 2012). Wystarczy, że obiektywnie dana aktywność jest zdalna do generowania zysku. To, czy zostanie on osiągnięty oraz jaki jest stosunek podmiotu do generowania zysku, jest bez znaczenia (por. uchw. SN 2005).

Jednocześnie należy podkreślić, że wszystkie działania prawne przedsiębiorcy traktowane są jako dokonywane w ramach działalności gospodarczej (Gorczyński 2010). Nie bada się, czy pozostają one w związku funkcjonalnym z profilem przedsiębiorcy, więc prowadzący działalność gospodarczą jest traktowany jako przedsiębiorca zarówno odnośnie do umów pozostających w związku z głównym nurtem jego działalności, jak i umów atypowych dla tego przedsiębiorcy (inaczej jednak w przypadku przedsiębiorców na prawach konsumentów – por. podrozdz. 5.3.3).

Przyjmuję, że działalność zawodowa jest rodzajem działalności gospodarczej. Chodzi oczywiście wyłącznie o działalność zawodową wykonywaną we własnym imieniu, zatem nigdy nie może być przedsiębiorcą pracownik najemny w zakresie czynności podejmowanych w ramach podporządkowania wynikającego ze stosunku pracy (Mohr 2004; Brożyna 2021).

### **Definicja konsumenta – art. 22<sup>1</sup> KC**

Zgodnie z art. 22<sup>1</sup> KC konsumentem może być wyłącznie osoba fizyczna, która z przedsiębiorcą dokonuje czynności prawnej (zazwyczaj zawierając umowę) w celu bezpośrednio niezwiązanym z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Ze względu na brzmienie unijnych dyrektyw (w dyrektywie 2011/83/UE oraz 2008/122/WE w kontekście definicji konsumenta mowa jest o „wolnym zawodzie”) oraz ze względów celowościowych należy przyjąć, że pracownik, który dokonuje czynności związanej z jego pracą, nie jest konsumentem (Mohr 2004).

Jeżeli osoba fizyczna nie prowadzi działalności gospodarczej, to nie powstaje problem z kwalifikacją zawieranej umowy jako umowy konsumenckiej. Natomiast osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą mogą jako środek dowodowy wykorzystać wpis z Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej w celu wykazania istnienia bezpośredniego związku umowy lub jego braku z działalnością gospodarczą (por. wyr. SA w Warszawie 2010). Okoliczność, że dana umowa pozostaje w związku ze sferą, w której osoba fizyczna ma szczególną wiedzę,

kompetencje lub doświadczenia, nie jest doniosła dla uznania tej osoby za konsumenta (por. wyr. SN 2017), np. dlatego specjalizujący się w prawie bankowym adwokat, zawierając umowę kredytu w celu niezwiązanym z prowadzeniem swojej kancelarii, jest konsumentem (mimo profesjonalnej wiedzy na temat kontraktów i ich negocjowania), jednak w przypadku tej samej umowy ten sam adwokat reprezentujący jako pełnomocnik swoją kancelarię będzie traktowany jako przedsiębiorca (por. wyr. TS 2015 w sprawie Costea). Tak też było w sprawie, której dotyczył przytoczony wyrok. Stroną kupującą był konsument – adwokat, ale ta sama osoba była w tej umowie pełnomocnikiem przedsiębiorcy (tj. kancelarii, w której pracowała), czyli *de facto* konsument zawarł umowę ze samym sobą, jako z „niekonsumentem”.

### 5.3.2. Status konsumenta

Dla stosowania prawa konsumenckiego bez znaczenia jest to, czy fakt bycia konsumentem był, mógł lub powinien być rozpoznany przez drugą stronę transakcji. Nawet w przypadku błędnego wyobrażenia przedsiębiorcy, że jego kontrahent nie jest konsumentem, nie pozbawia to kontrahenta prawa do odwołania umowy (Brożyna 2021). Dotyczy to także przypadku, gdy błąd przedsiębiorcy został wywołany przez zawinione działanie konsumenta, chyba że konsument złośliwie, tj. podstępnie i wyłącznie w celu wyrządzenia szkody przedsiębiorcy, wywołuje u niego mylne przekonanie, że także jest przedsiębiorcą (Rieländer 2016). W takim przypadku konsument nie zasługuje na ochronę i odmawia się mu prawa do odwołania umowy bez podawania przyczyny. Przemawiają za tym zasady słuszności oraz poczucie sprawiedliwości. Inne nieetyczne lub niezgodne z prawem zachowania konsumenta (np. wprowadzanie w błąd, podstęp) nie pozbawiają go natomiast prawa do odwołania umowy, a uzasadnione oczekiwania przedsiębiorcy, jego dobra wiara co do tego, że kontrahent jest konsumentem, nie są chronione (Rybarz 2011).

Innymi słowy, konsument ma prawo do odwołania umowy bez względu na to, czy przedsiębiorca wiedział, mógł lub powinien wiedzieć, że jego kontrahent jest konsumentem, lub też błędnie sądził, że nie jest on konsumentem. Możliwość rozpoznania tego faktu jest bez znaczenia dla zastosowania prawa konsumenckiego.

Powyższa okoliczność sprawia, że możliwość odwołania umowy przez konsumenta jest istotnym ryzykiem prawnym dla przedsiębiorcy. Nawet jeżeli kontrahent przedsiębiorcy swoim zachowaniem (np. składanymi zapewnieniami) wzbudził u niego uzasadnione przekonanie co do bycia konsumentem, to dobra wiara i zaufanie przedsiębiorcy nie są chronione.

W pewnym uproszczeniu można nawet powiedzieć, że prawo konsumenckie chroni wyłącznie interesy konsumenta kosztem legitymowanych interesów przedsiębiorców (Brożyna 2021). Bardzo dobrze to obrazują przytoczone wcześniej przykłady (por. podrozdz. 5.2) oraz te przepisy prawa konsumenckiego, zgodnie z którymi przedsiębiorca traci całkowicie prawo do wynagrodzenia za świadczone usługi, jeżeli konsument odwołał umowę, a przedsiębiorca choćby w najmniejszym zakresie nie wykonał swoich obowiązków informacyjnych względem konsumenta, np. popełnił drobny błąd redakcyjny w adresie, numerze faxu lub e-mailu (por. art. 14 ust. 4 lit. a) (i) dyrektywy

2011/83/UE). Jak wspomniano (por. podrozdz. 5.2), nawet posłużenie się ustawowym, ale błędnie skonstruowanym przez ustawodawcę wzorem pouczenia o prawie do odwołania umowy nie chroni przedsiębiorcy przed wymienionymi konsekwencjami.

Takie ukształtowanie relacji między konsumentem a przedsiębiorcą otwiera konsumentowi pole do nadużycia przepisów ochronnych (w podrozdz. 5.2 zaprezentowano dane statystyczne dotyczące nadużywania prawa zwrotu), czy wręcz stanowi dla konsumenta zachętę do niełojalnego postępowania, a dla przedsiębiorcy oznacza zwiększone ryzyko zerwania umowy nawet w przypadku należytego wykonania przez niego wszystkich obowiązków.

### **5.3.3. Przedsiębiorca na prawach konsumenta**

Od 1 stycznia 2021 r. została wprowadzona nowa kategoria pojęciowa, mianowicie „przedsiębiorca na prawach konsumenta” (por. art. 556<sup>4</sup> KC, art. 385<sup>5</sup> KC, art. 38a PrKons). Zgodnie z przywołanymi przepisami dla pewnej kategorii umów zasady ochrony konsumenta stosuje się także do niektórych przedsiębiorców, jednak są tu pewne ograniczenia. Po pierwsze chodzi tu wyłącznie o przedsiębiorców będących osobami fizycznymi (przedsiębiorca jednoosobowy). *De facto* regulacja odnosząca się do przedsiębiorców na prawach konsumenta dotyczy 87,5% wszystkich przedsiębiorców. Z tych 87,5% aż 98,8% to mikroprzedsiębiorcy (PARP, Grupa PFR 2020), którzy co prawda zawierają z innym przedsiębiorcą umowę bezpośrednio związaną z ich działalnością gospodarczą, ale z treści tej umowy wynika, że nie ma ona dla nich charakteru zawodowego, wynikającego w szczególności z przedmiotu wykonywanej przez nich działalności gospodarczej, udostępnionego na podstawie przepisów o Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej. Chodzi zatem o wszelkie umowy pozostające poza głównym nurtem ich działalności. Przedsiębiorca jednoosobowy traktowany jest jako przedsiębiorca tylko w tych obszarach, w których ma wiedzę ekspercką (profesjonalizm), czyli wyłącznie odnośnie do typowych umów, które zawiera. Profesjonalizm wynika tu z masowego zawierania umów danego typu. Takiej właściwości brakuje np. adwokatowi, który nabywa oprogramowanie komputerowe do kancelarii lub restauratorowi kupującemu terminal do płatności zbliżeniowych albo przedsiębiorcy zaciągającemu kredyt frankowy na budowę hali produkcyjnej (por. wyr. SA w Warszawie 2020).

Po drugie stosowanie przepisów o ochronie konsumentów do przedsiębiorców na prawach konsumenta ma jednak ograniczony zakres przedmiotowy i dotyczy wyłącznie zagadnień:

- rękojmi (art. 556 i nast. KC),
- klauzul abuzywnych (w art. 3851–3853 KC),
- umów zawieranych na odległość oraz poza lokalem przedsiębiorstwa (art. 12–26 PrKons).

Prawo do odwołania umowy przysługuje zatem przedsiębiorcy na prawach konsumenta w przypadku umów zawieranych na odległość (np. przez Internet, art. 2 pkt. 1) PrKons) oraz zawieranych poza lokalem (tj. poza siedzibą przedsiębiorcy – por. art. 2 pkt. 2) PrKons).

### 5.3.4. Ustawowe przypadki przysługiwania konsumenckiego prawa do odwołania umowy

W praktyce obrotu prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny najczęściej będzie przybierało formę prawa do zwrotu rzeczy bez względu na jej właściwości. Rzeczywiście takie uprawnienia dla klientów (nie tylko konsumentów) początkowo wykorzystywane były jako chwyt marketingowy przez markety budowlane, następnie prawo do zwrotu towaru rozpowszechniło się i pojawiło się także w innych branżach, a ostatecznie stało się podstawą modelu biznesowego w e-handlu (wprowadziła je np. firma Modivo na portalu internetowym [www.eobuwie.pl](http://www.eobuwie.pl)) (Brożyna 2021).

Bez wątplenia pod tym względem praktyka wyprzedziła system prawny, jednak prawo zwrotu towaru przysługuje wyłącznie wtedy, gdy zostało zastrzeżone w umowie, która reguluje także sposób, warunki i termin jego wykonania. Przedmiotem opracowania jest natomiast ustawowe prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny. Źródłem tego uprawnienia jest sama ustawa, a nie wola stron. Ponadto, jak już zostało wspomniane wcześniej, nie można wyłączyć przedmiotowego uprawnienia postanowieniami umowy. Także konsument nie może jednostronnie zrzec się tego prawa.

Obecnie ustawowe prawo do odwołania umowy bez podawania przyczyny przysługuje konsumentowi w przypadkach:

1. Umów zawieranych poza lokalem przedsiębiorstwa, np. umów zawartych w trakcie specjalnie zorganizowanego wyjazdu, szkolenia, warsztatów (art. 2 ust. 1 w zw. z art. 27 PrKons).
2. Umów zawieranych na odległość, czyli umów zawartych bez jednoczesnej obecności stron z wyłącznym wykorzystaniem jednego lub większej liczby środków porozumiewania się na odległość do chwili zawarcia umowy włącznie, np. umowa zawarta przez telefon, za pomocą listu, faxu, przesłanego formularza zamówienia, przez Internet lub w systemie *click & collect*, czyli „zamów online i odbierz w sklepie” (art. 2 ust. 1 w zw. z art. 27 PrKons).
3. Umowy o usługi finansowe zawartej na odległość (art. 40 PrKons) – w ustawie nie ma nominalnej definicji tej kategorii pojęciowej, ale art. 4 ust. 2 PrKons zawiera przykładowe wyliczenie usług finansowych, którymi są w szczególności umowy dotyczące „czynności bankowych, np. umowa o prowadzenie rachunku bankowego, kredytu konsumenckiego, czynności ubezpieczeniowych, nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego otwartego albo specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego i nabycia lub objęcia certyfikatów inwestycyjnych funduszu inwestycyjnego zamkniętego, usługi płatnicze”. Jeżeli taka umowa zawierana jest bez jednoczesnej fizycznej obecności strony, to jest to właśnie umowa o usługi finansowe zawarta na odległość.
4. Umowy kredytu konsumenckiego (art. 53 KredytKons) – zgodnie z art. 2 KredytKons jest to umowa o kredyt w wysokości nie większej niż 255 550 zł albo równowartości tej kwoty w innej walucie, w który kredytodawca w zakresie swojej działalności udziela lub daje przyrzeczenie udzielenia kredytu konsumentowi, przy czym termin „kredyt” jest rozumiany bardzo szeroko, tj. w kategoriach

- ekonomicznych, a nie prawnych, np. kredytem jest także odroczenie spłaty, rozłożenie spłaty na raty, pomoc finansowa, pożyczka (art. 3 ust. 2 KredytKons).
5. Umowy o kredyt hipoteczny (art. 42 KredytHip), czyli umowy, w ramach której „kredytodawca udziela konsumentowi kredytu lub daje mu przyrzeczenie udzielenia kredytu zabezpieczonego hipoteką lub innym prawem związanym z nieruchomością mieszkalną lub przeznaczzonego na sfinansowanie niezwiązanego z działalnością gospodarczą lub prowadzeniem gospodarstwa rolnego nabycia lub utrzymania” (art. 3 KredytHip). Analogicznie jak w przypadku definicji kredytu konsumenckiego pojęcie kredytu jest rozumiane szeroko.
  6. Umowy *timeshare* (art. 2 w zw. z art. 25 Timeshare), tj. odpłatnej umowy dającej prawo do korzystania w określonych okresach przynajmniej z jednego miejsca zakwaterowania, zawartej na okres dłuższy niż rok.
  7. Umowy o długoterminowy produkt wakacyjny, czyli umowy (najczęściej powiązanej z umową *timeshare*) dającej konsumentowi prawo do otrzymywania rabatów, zniżek lub innych korzyści związanych z zakwaterowaniem (art. 3 w zw. z art. 25 Timeshare).
  8. Umowy pośrednictwa w odsprzedaży *timeshare* lub długoterminowego produktu wakacyjnego, tj. umowy, na podstawie której przedsiębiorca zobowiązuje się względem konsumenta do wykonywania odpłatnie czynności prawnych lub czynności faktycznych zmierzających do nabycia lub zbycia przez konsumenta praw z umowy *timeshare* lub z umowy o długoterminowy produkt wakacyjny (art. 4 w zw. z art. 25 Timeshare).
  9. Umowy o uczestnictwo w systemie wymiany, czyli umowy, w której przedsiębiorca odpłatnie przyznaje konsumentowi dostęp do systemu wymiany, w ramach którego konsument uzyskuje prawo do korzystania z miejsca zakwaterowania lub prawo do nabycia innych usług świadczonych przez przedsiębiorcę, w zamian za umożliwienie innym konsumentom korzystania z miejsca zakwaterowania będącego przedmiotem jego umowy *timeshare* (art. 5 w zw. z art. 25 Timeshare).
  10. Umów ubezpieczenia zawartych co najmniej na okres 6 miesięcy (art. 812 ust. 4 KC) (w tym miejscu warto podkreślić, że prawo do odwołania umowy ubezpieczenia bez podawania przyczyny przysługuje zarówno konsumentowi, jak i każdemu przedsiębiorcy).

Jest to katalog zamknięty, ale obejmuje dość dużo przypadków. W szczególności zagwarantowanie prawa do odwołania dla umów zawieranych na odległość istotnie rozszerza zakres przedmiotowy tego uprawnienia, gdyż ta kategoria pojęciowa jest zdeterminowana wyłącznie przez sposób zawarcia umowy, a nie przez jej przedmiot.

### 5.3.5. Treść i sposób wykonania prawa

Zgodnie z przepisami konsument może odwołać umowę zawartą z przedsiębiorcą bez podawania przyczyny oraz bez konieczności ponoszenia konsekwencji prawnych lub ekonomicznych związanych z odwołaniem. Innymi słowy, z nielicznymi

wyjątkami, konsekwencje ziszczenia się ryzyka odwołania umowy ponosi wyłącznie przedsiębiorca.

Wykonanie prawa następuje przez złożenie jednostronnego oświadczenia o odwołaniu umowy przez konsumenta (por. art. 30 PrKons). Oświadczenie staje się skuteczne, w momencie gdy dotrze do przedsiębiorcy w taki sposób, że może się on zapoznać z jego treścią (art. 61 ust. 1 KC). Dla jego skuteczności nie jest wymagane żadne współdziałanie, akceptacja czy aprobaty odwołania przez przedsiębiorcę. Konsument autonomicznie i samodzielnie decyduje o losie prawnym umowy, czyli jej zerwaniu, a przedsiębiorca nie ma żadnego wpływu na to zdarzenie i jego konsekwencje. Co do zasady oświadczenie o odwołaniu umowy może zostać złożone w dowolnej formie (ustnie, e-mailem lub sms-em), a nawet przez odesłanie towarów bez dodatkowego komentarza (Brożyna 2021).

Jak już wspomniano, konsument może odwołać umowę bez podawania przyczyny (art. 27 i art. 40 PrKons, art. 42 i art. 53 KredytKons, art. 25 Timeshare, art. 812 ust. 4 KC). Oznacza to, że:

- Konsument nie musi podawać jakiegokolwiek przyczyny – odwołanie będzie skuteczne, jeżeli konsument po prostu oświadczy, że odwołuje umowę.
- Konsument może podać dowolną przyczynę, nawet całkowicie błahą lub nieprawdziwą. Przykładowo uzasadnieniem może być np. znalezienie lepszej oferty, tańszego produktu, nowszego modelu, wskazanie na jednostronną i zawinioną pomyłkę konsumenta, dokonanie nadmiarowych zakupów, problemy finansowe, nieprzyznanie kredytu na sfinansowanie umowy, pojawienie się zwiększonych wydatków po stronie konsumenta.
- Skuteczność odwołania umowy przez konsumenta nie jest uzależniona od tego, czy obiektywnie istnieje jakakolwiek przyczyna uzasadniająca odwołanie umowy.

Przedmiotowe uprawnienie przysługuje konsumentowi niezależnie od okoliczności faktycznych (np. wadliwości towaru) oraz rozkładu interesów stron umowy (np. czy towar odpowiada oczekiwaniom konsumenta), a jego wykonanie pozostawione jest wyłącznie uznaniu konsumenta. Jego swoboda w tym zakresie jest bardzo duża, a jednocześnie nie ma sądowej kontroli co do zasadności wykonywania tego uprawnienia (zob. podrozdz. 5.3.2). Sąd mógłby jedynie pod względem formalnym sprawdzić poprawność odwołania umowy, np. czy nastąpiło w ustawowym terminie.

Skoro dla skuteczności konsumenckiego prawa do odwołania umowy nie jest konieczne istnienie przyczyny jego wykonania, to wykluczone jest badanie, czy konsument nadużywa swojego uprawnienia (Rybarz 2011).

Nadużycie omawianego prawa uregulowane zostało w art. 5 KC. Zgodnie z jego brzmieniem nie można czynić ze swego prawa użytku, który by był sprzeczny ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem tego prawa lub z zasadami współżycia społecznego. Takie działanie lub zaniechanie uprawnionego nie jest uważane za wykonywanie prawa i nie jest objęte ochroną. Jak zaznaczono w podrozdziale 5.2, aż 20% zamówień można kwalifikować jako przypadek nadużycia prawa (Rosenbaum, Kuntze 2005).



Wykonanie każdego uprawnienia podlega zatem ocenie nie tylko z punktu widzenia formalnej zgodności z literą prawa, ale także w kontekście kryteriów spoza systemu prawnego, takich jak zasady współżycia społecznego, czyli zasady słuszności (por. wyr. SN 2017), oraz społeczno-gospodarcze przeznaczenie prawa, które są referencją dla oceny skorzystania z każdego uprawnienia. Skoro wykonanie prawa do odwołania umowy przez konsumenta nie wymaga istnienia żadnej przyczyny, to zasadniczo nie da się jednak tego prawa nadużyć. Powoduje to powstanie dodatkowego ryzyka dla przedsiębiorcy, gdyż nie ma on prawnych instrumentów ochrony przed zachowaniami konsumenta, które formalnie są zgodne z literą prawa, ale jednocześnie nieracjonalne, bezzasadne, sprzeczne ze zdrowym rozsądkiem, nielojalne czy wątpliwe pod względem etycznym. Innymi słowy, przedsiębiorca nie ma możliwości podważenia odwołania umowy przez konsumenta, chociaż silnie przemawiałyby za tym poczucie sprawiedliwości lub zasady słuszności (Rybarz 2011). Przedsiębiorca będzie mógł się jednak powołać na art. 5 KC, ale nie odnośnie do kontroli słuszności skorzystania z prawa do odwołania umowy, ale co do podstępnego lub wprowadzającego w błąd nabycia statusu konsumenta lub zatajenia faktu bycia konsumentem (zob. podrozdz. 5.3.2).

### **Niepewność istnienia prawa do odwołania umowy**

Dla przedsiębiorcy istotne ryzyko co do trwałości umowy zawartej z konsumentem nie wynika wyłącznie z faktu istnienia prawa do odwołania umowy bez podawania przyczyny, ale także z nadmiarowej niepewności co do przysługiwania tego uprawnienia lub też długości okresu, w którym może ono zostać wykonane.

Po pierwsze kontrahent może zataić fakt bycia konsumentem i podać się za przedsiębiorcę. W takim przypadku – jak wspomniano w podrozdziale 5.3.2 – powinno mieć zastosowanie prawo konsumenckie (Brożyna 2021), choć sądy innych państw, np. Niemiec, dochodzą do odmiennych wniosków (wyr. BGH 2004). W kontekście handlu międzynarodowego okoliczność ta jest bardzo doniosła dla przedsiębiorcy, szczególnie jeżeli dochodzi do stosowania obcego prawa.

Po drugie niewypełnienie przez przedsiębiorcę względem konsumenta wszystkich obowiązków informacyjnych oznacza dla niego istotne przedłużenie okresu do odwołania umowy. Zasadniczy termin do odwołania umowy przez konsumenta wynosi 14 dni od momentu dostarczenia towaru lub (jeżeli przedmiotem umowy jest świadczenie usługi) zawarcia umowy, jednak nawet błahе błędy informacyjne, np. pomyłki redakcyjne w dokumentach, powodują uruchomienie przedłużonego terminu sankcyjnego, w którym konsument może umowę odwołać (np. dla umów zawieranych przez Internet termin wydłuża się z 2 tygodni do 3 miesięcy). Co prawda następcze wypełnienie obowiązków informacyjnych skraca termin sankcyjny do terminu podstawowego, ale skoro chodzi czasem o błahе zaniedbania, to przedsiębiorca może nie być ich świadomy.

Po trzecie w przypadku tzw. umów o podwójnym (mieszanym) charakterze (*dual use contract, gemischte Veträge*), czyli umów zawieranych jednocześnie w celu konsumenckim oraz gospodarczym, nie ma wystarczająco precyzyjnych kryteriów kwalifikowania takiej umowy jako umowy konsumenckiej albo gospodarczej, a tylko w tym pierwszym przypadku przysługuje prawo do odwołania umowy.

Umowy o podwójnym charakterze to umowy, których cel jest częściowo związany ze sferą osobistą konsumenta, a częściowo z jego działalnością gospodarczą lub zawodową. Bardzo łatwo przytoczyć przykłady takich umów – np. pracownik uczelni nabywa laptopa do celów prywatnych, a jednocześnie zamierza używać go w komercyjnej działalności, adwokat kupuje garnitur, który będzie nosił zarówno w kancelarii, jak i chodził w nim do kościoła, samochód nabywany jest w celu prowadzenia działalności gospodarczej, jak również w celach prywatnych, rolnik nabywa dachówki, którymi zostanie pokryty dach budynku wykorzystywanego zarówno do celów mieszkaniowych, jak i produkcji rolnej, ktoś zaciąga we frankach szwajcarskich kredyt w celu nabycia komercyjnej nieruchomości, a w części w celu spłaty wcześniejszego kredytu konsumenckiego (por. wyr. SA w Warszawie 2020) lub też zaciąga kredyt w celu refinansowania (konsumenckiego) kredytu hipotecznego oraz finansowania budowy budynku mieszkalno-usługowego (por. wyrok SN 2007).

Do niedawna kwestia umów o podwójnym charakterze była pomijana w nauce i praktyce, mimo że właśnie takie umowy są typową umową w obrocie konsumenckim (Brożyna 2021). Dopiero w wyroku TS z 2005 r. w sprawie Gruber (wyr. TS 2005 w sprawie Gruber) stwierdzono, że umowy mieszane podlegają prawu konsumenckiemu, tylko gdy ich związek z działalnością gospodarczą jest nikły, marginalny i tym samym pomijalny. Jeżeli nawet cel prywatny jest przeważający, ale związek z działalnością gospodarczą nie jest marginalny, to taka umowa nie podlega prawu konsumenckiemu. W literaturze spotyka się także odmienne stanowisko (Giuliano-Lagarde 1980). Naturalnie decyduje rozpoznawalny cel, w jakim nabywany jest towar lub usługa w momencie zawarcia umowy, a nie to, jak faktycznie będą one używane w przyszłości. Ponadto dla ustalenia celu umowy wykorzystuje się domniemania faktyczne. W szczególności o konsumenckim charakterze celu umowy może przesądzić fakt, że zgodnie z doświadczeniem życiowym lub praktyką obrotu nabywany towar zazwyczaj używany jest właśnie w celach konsumenckich (Bamberger 2019).

Jak widać także w przypadku umów mieszanych występuje niepewność co do przysługiwania prawa do odwołania umowy, gdyż w takich przypadkach nie ma jednoznacznego kryterium rozstrzygającego o tym, czy umowa ma charakter konsumencki.

### 5.3.6. Skutki odwołania umowy

#### Skutki dla konsumenta

Zgodnie z obowiązującymi przepisami odwołanie umowy przez konsumenta powoduje, że „umowę uważa się za niezawartą” (art. 31 i art. 40 ust. 3 PrKons, art. 29 Timeshare). Zwrot ten powołuje do życia fikcję prawną (Moscoviz 2003), a należy go rozumieć jako wygaśnięcie obowiązków stron umowy (Brożyna 2021).

Dla konsumenta odwołanie umowy nie jest związane z ponoszeniem jakichkolwiek kosztów, z wyjątkiem tych przewidzianych w ustawie (np. bezpośrednio koszty zwrotu towaru lub obowiązek zapłaty za usługi świadczone do momentu odwołania umowy) – ta kwestia została pominięta w rozważaniach. W tym miejscu warto jednak wspomnieć, że konsument nie ponosi odpowiedzialności za zmniejszenie wartości rzeczy, chyba że jej zmniejszenie nastąpiło w związku z korzystaniem z niej w sposób

wykraczający poza to, co konieczne do stwierdzenia charakteru, cech i funkcjonowania rzeczy (art. 34 ust. 4 PrKons).

Tak więc utrata wartości rzeczy, jak również fakt, że po odwołaniu umowy rzecz nie może być już sprzedana jako nowa lub jej sprzedaż wymaga dodatkowych nakładów, albo fakt, że opakowanie towaru zostało zniszczone, obciążają przedsiębiorcę. Jak już wspomniano, statystycznie tylko w 13% przypadków koszty związane utratą wartości zwracanej rzeczy zostały przerzucone na konsumenta (por. rys. 13). Konsument będzie zwolniony z powyższych kosztów, jeżeli przedsiębiorca nie wywiązał się ze swoich obowiązków informacyjnych – jak zaznaczono wcześniej, nawet najmniejsze zaniechania w tym zakresie powodują zwolnienie konsumenta z kosztów. Takie zaniechanie przedsiębiorcy można sobie łatwo wyobrazić, skoro np. istnieje niepewność związana z zakwalifikowaniem umowy o mieszanym charakterze jako umowy konsumenckiej. W efekcie przedsiębiorca nie wie, że dotyczą go szczególne obowiązki względem konsumenta.

### **Obowiązki przedsiębiorcy**

Po stronie przedsiębiorcy odwołanie umowy oznacza powstanie wielu obowiązków względem konsumenta. W szczególności zobowiązany jest on do:

- zwrotu płatności dokonanych przez konsumenta (art. 32 ust. 1 PrKons);
- zwrotu przedmiotu świadczenia (art. 40 ust. 3 PrKons);
- odbioru towaru zwróconego przez konsumenta (art. 34 ust. 1 PrKons);
- zwrotu wszelkich opłat, jakie konsument poniósł w związku z zawarciem i odwołaniem umowy o kredyt konsumencki (z wyjątkiem odsetek, o których mowa w art. 54 ust. 1 i art. 56 ust. 4 KredytKons oraz opłat wymienionych w art. 54 ust. 4 KredytKons).

Co ważniejsze, obowiązki te dotyczą także przedsiębiorców będących stronami umów akcesoryjnych (*verbundene Geschäfte, ancillary contracts*) w stosunku do umowy odwoływanej (zob. podrozdz. *Przypadki umów dodatkowych*, s. 116).

### **Skuteczność odwołania umowy względem umów powiązanych oraz dodatkowych**

Złożenie przez konsumenta oświadczenia o odwołaniu umowy skutkuje automatycznym wygaśnięciem tzw. umów powiązanych (Spyra, Włodyka 2017). Pojęcie to obejmuje umowę kredytu wiążanego oraz umowy dodatkowe, umowy o długoterminowy produkt wakacyjny w związku z odwołaniem umowy *timeshare*, jak również przypadki, o których mowa w art. 57 KredytKons. Skutek odwołania umowy jest rozszerzony na umowy powiązane oraz umowy dodatkowe zawarte przez konsumenta w związku z odwoływaniem umową konsumencką (por. art. 37 i art. 40 ust. 7 PrKons; art. 30 i art. 31 Timeshare; art. 45, art. 55 i art. 56 KredytKons). Warto podkreślić, że we wszystkich powyższych przypadkach zerwanie umów powiązanych jest refleksem prawnym odwołania umowy głównej i następuje automatycznie i bezpośrednio względem wspomnianych kategorii umów.

Umowa o kredyt wiązany to umowa o kredyt, z którego jest finansowane wyłącznie nabycie towaru lub usługi na podstawie innej umowy, a jednocześnie istnieje ścisłe powiązanie pomiędzy umową finansowaną a kredytem (art. 5 pkt 14) KredytKons). Ten związek ma charakter faktyczny i polega na tym, że kredyt jest środkiem do osiągnięcia celu, jakim jest nabycie finansowanego świadczenia, a obie umowy tworzą jedną transakcję handlową ze względu na to, że:

- sprzedawca lub usługodawca udziela kredytu konsumentowi na nabycie towaru lub usługi od tego sprzedawcy lub usługodawcy;
- albo nabycie towaru lub usługi jest finansowane przez kredytodawcę, który współpracuje ze sprzedawcą lub usługodawcą w związku z przygotowaniem lub zawarciem umowy o kredyt;
- albo nabycie towaru lub usługi jest finansowane przez kredytodawcę, a towar lub usługa są szczegółowo określone w umowie o kredyt.

W powyższych przypadkach dwie niezależne pod względem prawnym umowy traktuje się jako jedną transakcję handlową (jedna umowa w kategoriach ekonomicznych). Taka kwalifikacja wynika z faktu, że z perspektywy konsumenta bank jest uwikłany w oferowanie i wykonanie umowy finansowanej. Innymi słowy, odnosi on uzasadnione wrażenie, że podmiot finansujący ma możliwość wpływania na stronę umowy finansowanej (tj. na sprzedawcę) i ponosi też ryzyko spełnienia świadczenia rzeczowego (Lwowski, Wunderlich 2002).

By zakwalifikować umowę jako powiązaną, wystarcza, że obiektywnie istnieją powiązania odpowiadające wymienionym kryteriom. Bez znaczenia jest to, czy są one możliwe do rozpoznania. Tym samym powstają podobne dodatkowe ryzyka jak w przypadku umów o podwójnym charakterze, czy też sygnalizowane wcześniej kontrowersje odnośnie do rozpoznawalności bycia konsumentem.

Inną kategorią pojęciową są umowy dodatkowe zawarte w związku z umową konsumencką, która następnie została odwołana. Takie umowy cechuje:

- funkcjonalny związek umowy dodatkowej z umową główną;
- istnienie porozumienia pomiędzy przedsiębiorcą (tj. kontrahentem konsumenta) a podmiotem, który będzie spełniał świadczenie w ramach umowy dodatkowej;
- osoba trzecia lub przedsiębiorca jako podmiot spełniający świadczenie.

Tak więc umowa dodatkowa to umowa zawarta przy okazji zawarcia umowy głównej. Najczęściej takie umowy będą pozostawać w rzeczowym związku z umową główną, wzbogacając jej treść. Bez niej nie mają w danych okolicznościach sensu gospodarczego, np. umowy o prowadzenie konta bankowego dla obsługi zaciągniętego kredytu lub umowa ubezpieczenia kredytu, umowa o transport na lotnisko w związku z zakupem biletu lotniczego itp. Nie musi jednak tak być, wystarczy, że oferujący umowę dodatkową działa w porozumieniu z przedsiębiorcą z umowy głównej, np. serwisant pralki oferuje ubezpieczenie mieszkania, kominiarz w trakcie przeglądu kominiarskiego oferuje sprzedaż urządzeń do oczyszczania powietrza. Może to być także związane z wizytą przedsiębiorcy wezwanego do usunięcia pilnej naprawy, przy okazji której będą jeszcze oferowane usługi, rzeczy lub części inne niż te niezbędne do

wykonania naprawy (por. jednak art. 38 pkt 8) PrKons). W takich przypadkach konsument przekazywany jest niejako od jednego do drugiego przedsiębiorcy, co w pewnym sensie przypomina profilowanie użytkowników lub grupy docelowej na podstawie danych osobowych oraz informacji o wcześniejszych transakcjach.

### **Przypadki umów dodatkowych**

W obecnym stanie prawnym umowy dodatkowe oraz powiązane uregulowane są za pomocą następujących przepisów:

- art. 37 PrKons – odwołanie umowy zawartej na odległość lub poza lokalem przedsiębiorstwa powoduje wygaśnięcie umów dodatkowych (definicja jak wyżej);
- art. 40 PrKons – odwołanie umowy zawartej na odległość dotyczącej usług finansowych jest skuteczne także wobec kolejnej dołączonej do niej umowy zawartej na odległość, a dotyczącej także usług świadczonych przez przedsiębiorcę lub podmiot inny niż przedsiębiorca na podstawie porozumienia pomiędzy tym podmiotem a przedsiębiorcą będącym kontrahentem w tej pierwszej umowie;
- art. 55 KredytKons – w przypadku skorzystania przez konsumenta z prawa do odstąpienia od umowy o kredyt odstąpienie to jest skuteczne także wobec umowy o usługę dodatkową świadczoną przez kredytodawcę lub osobę trzecią na podstawie umowy między osobą a kredytodawcą, np. w związku z kredytem świadczone jest ubezpieczenie kredytu lub usługi maklerskie;
- art. 30 ust. 1 Timeshare – odwołanie umowy *timeshare* oznacza automatycznie wygaśnięcie wszelkich zobowiązań wynikających z umów powiązanych, np. jeżeli w związku z korzystaniem z nieruchomości zawarte były dodatkowe umowy dotyczące usług sprzątania, konserwacji itp.

Tak jak w przypadku umów wiązanych odwołanie umowy głównej (konsumenckiej) powoduje automatyczne rozwiązanie umów dodatkowych.

Wydaje się, że właśnie regulacja dotycząca umów dodatkowych oraz umów wiązanych powoduje szczególnie ryzyka dla przedsiębiorców będących stroną takich umów, ponieważ odwołanie jednej umowy skutkuje zerwaniem innych umów, które pod względem prawnym są całkowicie niezależne od umowy, którą odwołuje konsument. W ten sposób dochodzi do złamania zasady, że umowy wiążą wyłącznie strony, które je zawarły, czyli – innymi słowy – że zdarzenia prawne na gruncie jednej umowy nie mogą oddziaływać na prawa i obowiązki stron w innych umowach. Regulacja umów powiązanych oraz dodatkowych łamie tę zasadę i powoduje obciążenie przedsiębiorców będących stronami tych umów, którzy mogą nawet nie wiedzieć, że ich relacje prawne są kwalifikowane właśnie jako umowy powiązane lub dodatkowe.

## **5.4. Wnioski**

Analiza przesłanek przysługiwania oraz warunków wykonania przez konsumenta prawa do odwołania umowy jednoznacznie wskazuje na fakt, że to uprawnienie stanowi z punktu widzenia przedsiębiorcy istotne ryzyko prawne dotyczące trwania umowy. Przemawia za tym to, że konsument może w nieskrępowany sposób zerwać

umowę zawartą z przedsiębiorcą. Wykonanie przedmiotowego uprawnienia jest zależne wyłącznie od woli konsumenta i nie rodzi dla niego żadnych konsekwencji prawnych lub ekonomicznych. Jednocześnie przedsiębiorca nie ma możliwości uniknięcia konsekwencji odwołania umowy, ponieważ przepisy nie zezwalają na umowne wyłączenie omawianego uprawnienia, a konsument nie może się go zrzec.

Powodem kwalifikacji przedmiotowego uprawnienia jako niepewności prawnej jest nie tylko fakt, że konsument może odwołać umowę bez konieczności podawania jakiegokolwiek przyczyny, ale przede wszystkim:

- brak możliwości postawienia konsumentowi zarzutu nadużycia prawa w związku z wykonaniem jego uprawnienia;
- przedłużenie terminu do odwołania umowy (włącznie z powstaniem bezterminowego prawa do odwołania umowy) lub utrata przez przedsiębiorcę prawa do żądania wynagrodzenia za świadczone usługi, w związku z choćby z błahym naruszeniem przez niego obowiązków informacyjnych względem konsumenta;
- istotna niepewność w zakresie kwalifikacji umów o podwójnym charakterze jako umów konsumenckich.

Poza tym osobnym zagadnieniem jest ustawowa regulacja dotycząca umów powiązanych (umowy wiązane oraz dodatkowe). W tych przypadkach opisana wcześniej niepewność trwania umowy dotyka jako ustawowy refleks wykonania przez konsumenta prawa do odwołania umowy umowy zawarte przy okazji odwoływanej przez konsumenta umowy. Zatem opisane ryzyko prawne dotyczy osób trzecich (tj. przedsiębiorców) niebędących stroną odwoływanej umowy. Często taki przedsiębiorca może nie widzieć, że jego umowa będzie traktowana jako umowa powiązana, co oznacza, że nie może on zabezpieczyć się przed ryzykiem odwołania umowy.



# LISTA SKRÓTÓW

- BGH – Bundesgerichtshof (Federalny Trybunał Sprawiedliwości w Niemczech)
- BPatG – Bundespatentamt
- BVerwG – Bundesverwaltungsgericht
- EUIPO – Urząd Unii Europejskiej ds. Własności Intelektualnej
- NSA – Naczelny Sąd Administracyjny
- post. – postanowienie
- SA – Sąd Apelacyjny
- SN – Sąd Najwyższy
- TMclass – International Classification of Goods and Services for the Purposes of the Registration of Marks (Międzynarodowa Klasyfikacja Towarów i Usług dla Celów Rejestracji Znaków z dnia 15 czerwca 1957 r.)
- TS – Trybunał Sprawiedliwości
- uchw. – uchwała
- UPRP – Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej
- WIPO – World Intellectual Property Organization (Światowa Organizacja Własności Intelektualnej)
- wyr. – wyrok





## BIBLIOGRAFIA

- Adamska A., 2009, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, [w:] *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 11–21.
- Altkorn J., 1999, *Strategia marki*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Andrzejewski M., 2014, *Komentarz do art. 131*, [w:] *Prawo własności intelektualnej. Komentarz*, red. P. Kostański, Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne – Legalis].
- Arnold D., 1992, *Handbook of Brand Management*, The Economist Books, London.
- Asdecker B., Weigel A., 2013, *Der Missbrauch des Widerrufsrechts aus Sicht des deutschen Onlinehandels*, eStrategy, 13(1), s. 8–11.
- Bamberger G., 2019, *Kommentar zum § 13*, [w:] *Kommentar zum BGB*, B. I, hrsg. G. Bamberger, H. Roth, W. Hau, R. Poseck, Beck, München [wydanie elektroniczne BeckOnline].
- Belej M., Cellmer R., 2006, *Koncepcja oceny poziomów ryzyka na rynku nieruchomości i sposoby jego uwzględniania w procesie inwestycyjnym*, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, 14(1), s. 13–26.
- Bernstein P.L., 1997, *Przeciw bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, przeł. T. Baszniak, P. Borzęcki, WIG-Press, Warszawa.
- Bijańska J., Wodarski K., 2014, *Ryzyko w decyzjach inwestycyjnych przedsiębiorstw*, *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie*, 70, s. 53–65.
- Bohaczewski M., Żelechowski Ł., 2021, *Komentarz do art. 1321*, [w:] *Prawo własności przemysłowej. Komentarz*, red. K. Osajda, Ł. Żelechowski, Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- Borkowski P., 2008, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Brożyna M., 2005, *Komentarz do art. 126–130*, [w:] *Prawo bankowe. T. 2: Komentarz do art. 92A-194*, red. F. Zoll, Polsko-Niemieckie Centrum Prawa Bankowego UJ „Zakamycze”, Kraków, s. 422–476.
- Brożyna M., 2021, *Konsumenckie prawo do odwołania umowy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Buchalska J., 2015, *Nazwisko jako przedmiot ochrony w prawie polskim*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- CD Project, 2021, *Śródroczne skrócone skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej CD PROJEKT za okres od 1 stycznia do 31 marca 2021 roku*, <https://www.cdprojekt.com/pl/wp-content/uploads-pl/2021/05/srodroczne-skrocone-skonsolidowane-sprawozdanie-finansowe-za-i-kw-2021.pdf>, data dostępu: 10.03.2022.

- Czechowska M., 2022, *Rynek budowlany w 2022. Jakie są prognozy?*, <https://www.muratorplus.pl/biznes/raporty-i-prognozy/rynek-budowlany-2022-prognozy-aa-bC1v-s9S9-SGsy.html>, data dostępu: 14.07.2022.
- Daniluk M., 2015, *Inwestorzy na rynku kapitałowym*, Rocznik Naukowy Wydziału Zarządzania w Ciechanowie, 9(1–4), s. 19–37.
- Dembny A., 2005, *Budowa portfeli ograniczonego ryzyka – wykorzystanie modelu W. F. Sharpe’a*, CeDeWu, Warszawa.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2008/122/WE z dnia 14 stycznia 2009 r. w sprawie ochrony konsumentów w odniesieniu do niektórych aspektów umów timeshare, umów o długoterminowe produkty wakacyjne, umów odsprzedaży oraz wymiany (Dz.Urz. UE L 33/10).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/83/UE z dnia 25 października 2011 r. w sprawie praw konsumentów, zmieniająca dyrektywę Rady 93/13/EWG i dyrektywę 1999/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 85/577/EWG i dyrektywę 97/7/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Tekst mający znaczenie dla EOG (Dz.Urz. UE L 304/64 ze zm.).
- EHI Retail Institute, 2021, *Click & Collect und Co.*, <https://www.ehi.org/de/pressemitteilungen/click-collect-und-co/>, data dostępu: 10.03.2022.
- Encyklopedia Zarządzania, *Inwestycje*, <https://mfiles.pl/pl/index.php/Inwestycje>, data dostępu: 27.08.2022.
- EUIPO, *Wytyczne nt. znaków towarowych oraz wzorów*, <https://guidelines.euipo.europa.eu/1923135/1973058/wytyczne-dot--znakow-towarowych/1-wprowadzenie>, data dostępu: 10.03.2022.
- Francis J.C., 2000, *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa.
- Gasiński T., Pijanowski S., 2011, *Zarządzanie ryzykiem w procesie zrównoważonego rozwoju biznesu. Podręcznik dla dużych i średnich przedsiębiorstw*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa.
- Gawlik B. (oprac.), 1999, *Dobra osobiste. Zbiór orzeczeń Sądu Apelacyjnego w Krakowie*, „Zakamycze”, Kraków.
- Gawron H., 2005, *Oplacalność a ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości. Zarządzanie nieruchomościami i analiza efektywności inwestowania*. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, 13(1), s. 5–20.
- Gawron H., 2006, *Oplacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań.
- Gil Z., 2001, *Zarządzanie ryzykiem i antyryzykiem w działalności gospodarczej i społecznej*, Uczelniane Wydawnictwa Naukowo-Dydaktyczne AGH, Kraków.
- Giuliano M., Lagarde P., 1980, *Council report on the Convention on the law applicable to contractual obligations* (Official Journal of the European Communities No C 282/1), <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1980:282:0001:0050:EN:PDF>, data dostępu: 25.10.2022.
- Główny Urząd Statystyczny, *Pojęcia stosowane w statystyce publicznej*, <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/1518.pojecie.html>, data dostępu: 1.09.2022.
- Gmytrasiewicz M., Karmańska A., 2006, *Rachunkowość finansowa*, wyd. 2, Difin, Warszawa.

- Gołąbeska E., 2018, *Sieć ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Białostockiej, Białystok.
- Gorczyński G., 2010, *Przedsiębiorcą się jest czy bywa? Uwagi o pojęciu przedsiębiorcy*, [w:] *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W.J. Katner, U. Promińska, Lex a Wolters Kluwer business, Warszawa, s. 109–121.
- Gov.pl, 2022, *Nazwiska męskie – stan na 2022-01-27*, [https://dane.gov.pl/pl/dataset/568,nazwiska-wystepujace-w-rejestrze-pesel/resource/36405/table?page=1&per\\_page=20&q=&sort=](https://dane.gov.pl/pl/dataset/568,nazwiska-wystepujace-w-rejestrze-pesel/resource/36405/table?page=1&per_page=20&q=&sort=), data dostępu: 23.10.2022.
- Group of Thirty, 1990, *Clearance and Settlement Systems. Status Reports: Year-End 1990*, Washington D.C.–London, [https://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_ClearanceSettlementYearEnd1990.pdf](https://group30.org/images/uploads/publications/G30_ClearanceSettlementYearEnd1990.pdf), data dostępu: 24.10.2022.
- Grüger N., 2022, *Kommentar zum § 29*, [w:] *Beck'scher Online-Kommentar Markenrecht*, hrsg. A. Kur, V. von Bomhard, F. Albrecht, Beck, München [wydanie elektroniczne BeckOnline].
- Gruske N., 2021, *Keine Verwechslungsgefahr zwischen „MILEY CYRUS“ und „CYRUS“*, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, Praxis im Immaterialgüter und Wettbewerbsrecht, 15, s. 439–440.
- Grzeszczak T., 2013, *Czy nazwisko może być znakiem towarowym*, Kwartalnik Urzędu Patentowego RP, 14(1), s. 62–65.
- Grzeszczak T., 2018, *Dobro osobiste jako dobro zindywidualizowane*, Przegląd Sądowy, 4, s. 7–41.
- Guerra, J.R., Teixeira, F.J., *Risk management applied to design, tendering/awarding and construction in EDP hydroelectric power plants*. Za: Teixeira J.C., Kulejewski J., Krzemiński M., Zawistowski J., 2011, *Zarządzanie ryzykiem w budownictwie*, Guimaraes, Warszawa, <http://www.lex-bud.com.pl/pdfpliki/ryzykobudownictwo.pdf>, data dostępu: 25.10.2022.
- Gutowski M., 2019, *Wzruszalność czynności prawnej*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.
- Habersack M., Schürnbrand J., 2014, *Verwirkung des Widerrufsrechts aus einem Verbraucherdarlehensvertrag bei fehlerhafter Widerrufsbelehrung*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 16, s. 749–756.
- Händlerbund, 2016, *Retouren-Studie 2016. Wie fair sind Kunden im online-Handel?*, <https://www.haendlerbund.de/de/downloads/studie-retouren-2016.pdf>, data dostępu: 10.03.2022.
- Henzel H. (red.), 2004, *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice.
- Hübner L., 2022, *Unternehmenshaftung für Menschenrechtsverletzungen*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Ingerl R., Rohnke Ch., 2022, *Kommentar zum §154*, [w:] *Markengesetz. Kommentar*, hrsg. R. Ingerl, Ch. Rohnke, A. Nordemann, Beck, München [wydanie elektroniczne BeckOnline].
- ISO 31000:2009. *Risk management – Principles and guidelines*.

- Iwaszczuk N., 2021, *Ryzyko w działalności gospodarczej. Definicje, klasyfikacje, zarządzanie*, Wydawnictwo IGSMiE PAN, Kraków.
- Iwaszczuk N., Orłowska-Puzio J., Łamasz B., 2013, *Hedgingowe strategie opcyjne w handlu zagranicznym*, Wydawnictwa AGH, Kraków.
- Jajuga K. (red.), 2000, *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Jajuga K., 2006, *Ogólne zasady inwestowania*, Komisja Nadzoru Finansowego, [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Ogolne\\_zasady\\_inwestowania\\_2520.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Ogolne_zasady_inwestowania_2520.pdf), data dostępu: 19.10.2022.
- Jajuga K., 2009, *Koncepcje ryzyka i proces zarządzania ryzykiem – wprowadzenie*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 15–48.
- Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., 1998, *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Janson M., 2021, *So wichtig ist Ebay für Händler*, <https://de.statista.com/infografik/25318/anteil-der-top-500-onlinehaendler-die-ihre-produkte-auch-bei-ebay-anbieten/>, data dostępu: 22.10.2022.
- Kaczmarek T.T., 1999, *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym dla praktyków*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk.
- Karl D., Asdecker B., 2021, *How does the COVID-19 pandemic affect consumer returns: an exploratory study*, [w:] *Proceedings of the European Marketing Academy, 50th*, 94689, <http://proceedings.emac-online.org/pdfs/A2021-94689.pdf>, data dostępu: 10.03.2022.
- Kaszuba-Perz A., Perz P., 2010, *Rola zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie w obliczu wzrostu zewnętrznych czynników ryzyka*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”, 6(2), s. 53–63.
- Kempny M., 2015, *Analiza ryzyka inwestycji w obligacje przedsiębiorstw notowanych na rynku Catalyst. Wyniki badań empirycznych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, 145, s. 53–73.
- Kirejczyk K., Źochowski G., 2006, *Ocena ryzyka z punktu widzenia banków i deweloperów*, [w:] *Finansowanie działalności deweloperskiej, aspekty praktyczne*, red. M. Bryx, Z. Krysiak, Związek Banków Polskich, Warszawa, s. 239–255.
- Kirejczyk K., Źochowski G., 2007, *Ocena ryzyka z punktu widzenia banków i deweloperów*, Finansowanie Nieruchomości, 01–03, s. 39–45.
- Knight F., 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*, The Riverside Press, Cambridge.
- Knight F.H., 1967, *Risk, Uncertainty and Profit*, Harper & Row, New York.
- Konopka M., 2021, *Znak towarowy. Zarządzanie marką i jej ochrona. Skrypt*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa, <https://wydawnictwo.pcz.pl/sites/default/files/inline-files/ZNAK%20TOWAROWY%20%E2%80%93%20ZARZ%C4%84DZANIE%20MARK%C4%84%20I%20JEJ%20OCHRONA.pdf>, data dostępu: 10.03.2022.
- Koziorowska K., 2010, *Warunkowa wartość zagrożona jako narzędzie do zarządzania ryzykiem inwestycji finansowych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań [rozprawa doktorska niepublikowana].

- Kritzman M.P., 2011, *Paradoksy inwestowania. Metody zwiększające zyskowność i bezpieczeństwo portfela*, red. T. Potocki, T. Świsł, tł. K. Potocka, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- Kucharska-Stasiak E., 2006, *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, 14(1), s. 109–122.
- Lwowski H.J., Wunderlich N.Ch., 2002, *Verbundene Geschäfte i.S.d. § 9 Abs. 1 Satz 1 VerbrKredG (§ 358 Abs. 3 Satz 1 BGB n.F.) – Ein Beitrag insbesondere zu den subjektiven Merkmalen im Rahmen der wirtschaftlichen Einheit von Kauf- und Darlehensvertrag*, [w:] *Konsequenzen wirtschaftsrechtlicher Normen. Kreditrecht – Verbraucherschutz – allgemeines Wirtschaftsrecht*, hrsg. H.B. Schäfer, H.J. Lwowski, Deutscher Universitätsverlag Wiesbaden, s. 237–262.
- Łaniewski P., *5 dobrych praktyk w zarządzaniu ryzykiem w projekcie budowlanym*, <https://www.pb.pl/konferencje/nieruchomosci/5-dobrych-praktyk-w-zarzadzaniu-ryzykiem-w-projekcie-budowlanym-1010822>, data dostępu: 17.04.2022.
- Machnikowski P., 2021, *Komentarz do art. 23 KC*, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- Majewska-Bielecka D., 2014, *Inwestowanie jako element zarządzania finansami osobistymi*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 802, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 65, s. 453–459.
- Mandziuk R., Nawra P., Ossowska J., 2016, *Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1(79), 545–553.
- Marcinkowski A., 1996, *Przedsiębiorca w zwyczaju językowym, teorii i badaniach empirycznych*, [w:] *Kapitalizm po polsku. Przedsiębiorca, organizacja, kultura. Praca zbiorowa*, red. A. Marcinkowski, Księgarnia Akademicka, Kraków.
- Markiewicz R., 2015, *Zabawy prawem autorskim*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Markiewicz R., 2018, *Ilustrowane prawo autorskie*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Maume P., 2016, *Der umgekehrte Verbrauchervertrag*, *Neu Juristische Wochenschrift*, 15, s. 1041–1045.
- Mazurek M., Skubisz R., 2017, *Rozdział XXXVIII. Względne podstawy odmowy udzielenia prawa ochronnego na znak towarowy*, [w:] *Prawo własności przemysłowej*, red. R. Skubisz, Wydawnictwo C.H. Beck – Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- Mazurkiewicz J., 2010, *Non omnis moriar. Ochrona dóbr osobistych zmarłego w prawie polskim*, *Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa*, Wrocław, <http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/34544/001.pdf>, data dostępu: 23.02.2022.
- Michalak A., 2007, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa.
- Minc B., 1981, *Współczesna ekonomia polityczna. Założenia – aksjomaty – twierdzenia*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Mohr J., 2004, *Der Begriff des Verbrauchers und seine Auswirkungen auf das neugeschaffene Kaufrecht und das Arbeitsrecht*, *Archiv für die zivilrechtliche Praxis*, 204(5), s. 660–696.

- Molis J., 2017, *Kompetencje regulacyjne Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego w zarządzaniu ryzykiem systemowym. Charakterystyka dogmatycznoprawna na tle przepisów rozporządzeń Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 oraz 1093/2010*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.
- Mordwiłko-Osajda J., 2009, *Znak towarowy. Bezwzględne przeszkody rejestracji*, LexisNexis, Warszawa.
- Moscovitz L., 2003, *Legal fictions in rabbinic law and Roman law: Some comparative observations*, [w:] *Rabbinic Law in its Roman and Near Eastern Context*, ed. C. Hezser, Verlag von J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, s. 105–132.
- Nahotko S., 2001, *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz.
- National Retail Federation, 2021, *\$428 Billion in Merchandise Returned in 2020*, <https://nrf.com/media-center/press-releases/428-billion-merchandise-returned-2020>, data dostępu: 10.03.2022.
- Niewęglowski A., 2011, *Istota i zasady ewidencji inwestycji długoterminowych*, [w:] *Rachunkowość finansowa*, red. P. Szczypa, CeDeWu, Warszawa.
- Nowak E., Pielichaty E., Poszwa M., 1999, *Rachunek opłacalności inwestowania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Obi-Wan Pierogi, <https://www.obi-wanpierogi.pl/>, data dostępu: 25.10.2022.
- Ostrowska E., 1999, *Ryzyko inwestycyjne. Identyfikacja i metody oceny*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Ożegalska-Trybalska J., 2017, *Znaki towarowe a domeny internetowe*, [w:] *Prawo własności przemysłowej*, red. R. Skubisz, Wydawnictwo C.H. Beck – Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa, s. 695–776.
- Pakalski I., 2017, *Apple verhindert Birnen-Logo*, <https://www.golem.de/news/markenrecht-apple-verhindert-birnen-logo-1704-127563.html>, data dostępu: 25.10.2022.
- Panowicz-Lipska J., 2021, *Komentarz do art. 23 [w:] Kodeks cywilny, t. 1: Komentarz: art. 1–352*, red. M. Gutowski, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- PARP, Grupa PFR, 2020, *2020. Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa, [https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/06-ROSS-2020\\_20210624.pdf](https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/06-ROSS-2020_20210624.pdf), data dostępu: 12.03.2022.
- Pfeffer J., 1956, *Insurance and Economic Theory*, Irvin, Homewood, Illinois.
- Principles for the Management of Credit Risk*, 1999, <http://www.bis.org/publ/bcbs54.htm>, data dostępu: 11.08.2022.
- PWC, 2021, *Perspektywy rozwoju rynku e-commerce w Polsce 2021–2026*, <https://www.slideshare.net/PwCPolska/analiza-ryнку-e-commerce-w-polsce-20212026-242474281>, data dostępu: 10.03.2022.
- Quandt R., 2011, *Logo: Apple geht gegen Bonner Café ‘Apfelkind’ vor*, WinFuture, <https://winfuture.de/news,66151.html>, data dostępu: 25.10.2022.

- Rebilas R., 2013, *Produkty strukturyzowane jako instrumenty ograniczające ryzyko inwestycji kapitałowych w okresie kryzysu na rynkach finansowych*, [w:] *Innowacje w bankowości i finansach*, t. 2, red. J. Harasim, B. Frączek, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice, s. 129–142.
- Regan (Balcarczyk) J., 2020, *Komentarz do art. 23*, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. M. Załucki, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- Reilly F.K., Brown K.C., 2001, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, red. A.Z. Nowak, tł. A.Z. Nowak, B. Pułaska-Turyńska, J. Turyńska, W. Koziół, J. Rak, J. Żyżyński, P. Szczepankowski, W. Kuryłek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Reinholz F., 2014, *Keine Verwechslungsgefahr zwischen FABIANI und SashaFabiani, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht*, Praxis im Immaterialgüter und Wettbewerbsrecht, 4, s. 83–84.
- Rieländer F., 2016, *Treu und Glauben im Verbrauchervertragsrecht*, Archiv für zivilrechtliches Praxis, 216(5), s. 763–804.
- Rogowski W., 2008, *Rachunek efektywności inwestycji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków.
- Rogowski W., 2013, *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Rogowski W., Lipski M., 2018, *Czynniki ryzyka w projektach inwestycyjnych realizowanych w formułach corporate i project finance*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, 159, s. 195–212.
- Roman Wiki, *Obi-Wan Kenobi*, [https://roman.fandom.com/wiki/Obi-Wan\\_Kenobi](https://roman.fandom.com/wiki/Obi-Wan_Kenobi), data dostępu: 25.10.2022.
- Rosenbaum M.S., Kuntze R., 2005, *Looking good at the retailer's expense: investigating unethical retail disposition behavior among compulsive buyers*, Journal of Retailing and Consumer Services, 12(3), s. 217–225.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 2013.176.1).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1001 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie znaku towarowego Unii Europejskiej (tekst jednolity) (Dz. Urz. UE. L 154/1).
- Rówińska M., 2012, *Długo- i krótkoterminowe inwestycje*, [w:] *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, red. Z. Messner, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 67–116.
- Różański J., 2006, *Inwestycje rzeczowe oraz procesy fuzji i przejęć w przedsiębiorstwie*, [w:] *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, red. J. Różański, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa, s. 13–40.
- Rutkowska-Sowa M., 2021, *Znaki towarowe*, [w:] *Prawo własności intelektualnej. Teoria i praktyka*, red. J. Sieńczyło-Chlabicz, Wolters Kluwer, Warszawa, s. 663–759.



- Rybarz J.C., 2011, *Billigkeitserwägungen im Kontext des europäischen Privatrechts*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Saatkamp J.T., 2012, *Silicon-Valley-Konzern gegen Bonner Wohlfühlcafé*, <https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/apple-apfelkind-cafe-bonn-markenrecht-verwechslungsgefahr/>, data dostępu: 3.12.2022.
- Siemińska E., 2007, *Rynek nieruchomości jako miejsce lokowania*, [w:] *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, red. E. Siemińska, Poltext, Warszawa, s. 13–46.
- Sieńczyło-Chlabicz J., 2020, *Komentarz do art. 132<sup>1</sup>*, [w:] *Prawo własności intelektualnej. Komentarz*, red. J. Sieńczyło-Chlabicz, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].
- Sieńczyło-Chlabicz J., Zawadzka Z., 2021, *Postępowanie w sprawach własności intelektualnej*, [w:] *Prawo własności intelektualnej. Teoria i praktyka*, red. J. Sieńczyło-Chlabicz, Wolters Kluwer, Warszawa, s. 960–1002.
- Siewiera A., 2018, *Analiza ryzyka w procesie zarządzania projektem budowlanym*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2(92), s. 175–184.
- Sitek M., 2014, *Ryzyko inwestowania – deweloperskie inwestycje mieszkaniowe*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 804, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, s. 241–254.
- Słownik języka polskiego PWN*, 2007, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sorokowska B., 2021, *Ochrona fashion designu w prawie Unii Europejskiej*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.
- Spyra M., Włodyka S., 2017, *Rozdział 2. Ogólna charakterystyka umów handlowych*, [w:] *Prawo umów handlowych*, red. M. Stec, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa, s. 20–89.
- Stępień B. (red.), 2004, *Transakcje handlu zagranicznego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Stępień K., 2014, *Pojęcie i zakres inwestycji w rachunkowości oraz metody wyceny inwestycji niefinansowych*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 6(930), s. 59–72.
- Szczęsny W., Śliwa J., 2010, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Teixeira J.C., Kulejewski J., Krzemiński M., Zawistowski J., 2011, *Zarządzanie ryzykiem w budownictwie*, Guimaraes, Warszawa, <https://docplayer.pl/5642363-Zarządzanie-ryzykiem-w-budownictwie.html>, data dostępu: 17.04.2022.
- TMview, <https://www.tmdn.org/tmview/welcome#/tmview>, data dostępu: 17.02.2022.
- Trojanek M., 2003, *Propozycje określania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej w przypadku braku danych na rynku nieruchomości*, [w:] *Materiały XI Konferencji Naukowej na temat: Metodyka ustalania stóp procentowych na potrzeby wyceny i gospodarowania nieruchomościami. 21–22 maja 2003 r., Mikorzyn*, red. S. Żróbek, PWSZ, Konin.
- Trzebiatowski M., 2020, *Komentarz do art. 132<sup>1</sup>*, [w:] *Prawo własności intelektualnej. Komentarz*, red. J. Sieńczyło-Chlabicz, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa [wydanie elektroniczne Legalis].

- Tyra F., 2004, *Die Zuordnung von Namensmarken durch das HABM im Lichte der deutschen Rechtsprechung*, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, 12, s. 981–986.
- Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej, *Wytyczne w zakresie znaków towarowych*, <https://uprp.gov.pl/pl/przedmioty-ochrony/ogolne-wytyczne-prezesa-uprp/wytyczne-w-zakresie-znakow-towarowych->, data dostępu: 10.03.2022.
- Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. – Prawo budowlane (Dz.U. z 2021 r., poz. 2351; z 2022 r., poz. 88).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. z 2022 r., poz. 581).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2022 r., poz. 454.
- Wiatr M.S., 2006, *Determinanty ryzyka w działalności kredytowej banku*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, 75, s. 25–37.
- Wieprow J., 2013, *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą metody NPV*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu, 6(38), s. 85–97.
- Wild F., 2019, *Prägendes Element einer Zeichenkombination bestehend aus Vor- und Nachname*, Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, 14, s. 329–330.
- Willett A.H., 1951, *The economic theory of risk and insurance*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Wiśniewski T., 2008, *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Zięba M., 2006, *Identyfikacja i ograniczanie ryzyka w zarządzaniu nieruchomościami komercyjnymi*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, 14(1), s. 246–258.
- ZPP 2021, *Badanie firm dot. sprzedaży on-line*, [https://zpp.net.pl/wp-content/uploads/2021/05/ZPP\\_e-commerce\\_raport-1.pdf](https://zpp.net.pl/wp-content/uploads/2021/05/ZPP_e-commerce_raport-1.pdf), data dostępu: 12.03.2022.
- Żróbek S., Żróbek R., 2006, *Wybrane aspekty rozwoju nieruchomości w kontekście modelu instytucjonalnego rynku*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, 14(1), s. 259–267.
- Żelechowski Ł., 2011, *Zastaw zwykły i rejestrowy na prawach własności przemysłowej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.

### Akty prawne ze skrótami

- FChopin – Ustawa o ochronie dziedzictwa Fryderyka Chopina z dnia 3 lutego 2001 r. (Dz.U. z 2001 r. nr 16, poz. 168).
- KC – Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.).
- Klasyfikacja wiedeńska – Porozumienie Wiedeńskie ustanawiające międzynarodową klasyfikację elementów graficznych znaków, sporządzone w Wiedniu dnia 12 czerwca 1973 r. i zmienione dnia 1 października 1985 r. (Dz.U. z 2003 r. nr 172, poz. 1669).

- Konwencja paryska – Konwencja Związkowa Paryska z dnia 20 marca 1883 roku o ochronie własności przemysłowej, przejrzana w Brukseli dnia 14 grudnia 1900 roku, w Waszyngtonie dnia 2 czerwca 1911 roku i w Hadze dnia 6 listopada 1925 roku (ratyfikowana zgodnie z ustawą z dnia 17 marca 1931 roku) (Dz.U. z 1932 r. nr 2, poz. 8).
- KredytHip – Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2020 r., poz. 1027 ze zm.).
- KredytKons – Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (Dz.U. z 2019 r., poz. 1083 ze zm.).
- KRO – Ustawa z dnia 25 lutego 1964 r. – Kodeks rodzinny i opiekuńczy (Dz.U. z 2020 r., poz. 1359).
- KSH – Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., poz. 1037 ze zm.).
- NazwZm – Ustawa z dnia 17 października 2008 r. o zmianie imienia i nazwiska (Dz.U. z 2021 r., poz. 1988).
- OchrPrKons – Ustawa z dnia 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (Dz.U. z 2000 r. nr 22, poz. 271 ze zm.).
- PrASC – Ustawa z dnia 28 listopada 2014 r. Prawo o aktach stanu cywilnego (Dz.U. z 2014 r., poz. 1741).
- PrAut – Ustawa z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U. z 1994 r. nr 24, poz. 83).
- PrBank – Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2021 r., poz. 2439).
- PrKons – Ustawa z dnia 30 maja 2014 r. o prawach konsumenta (Dz.U. z 2020 r., poz. 287 ze zm.).
- PrPrzed – Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców (Dz.U. z 2021 r., poz. 162 ze zm.).
- PrWłPrzem – Ustawa z dnia 30 czerwca 2000 r. Prawo własności przemysłowej (Dz.U. z 2021 r., poz. 324).
- Rachunk – Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. nr 121, poz. 591 ze zm.).
- Timeshare – Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o timeshare (Dz.U. z 2011 r. nr 230, poz. 1370 ze zm.).

## **Orzeczenia**

- Decyzja UHRW 2001 z dnia 11.10.2001 (R0185/00-2).
- Decyzja UHRW 2002 z dnia 23.10.2002 (R3077/2002).
- Post. BPatG 2013 w sprawie Fabiani z dnia 1.10.2013 r. (27 W (pat) 558/12).
- Uchw. składu 7 sędziów Sądu Najwyższego 2019 z dnia 22 października 2019 r. (I NSNZP 2/19).

- Uchw. SN 2005 z dnia 11.05.2005 r. (CZP 11/05).
- Uchw. SN 2016 z dnia 23.03.2016 r. (III CZP 4/16).
- Wyr. BGH 2004 z dnia 22.12.2004 r. (VIII ZR 91/04).
- Wyr. BPatG 2001 w sprawie Claris z dnia 20.02.2001 r. (24 W (pat) 172/99).
- Wyr. BVerwG 2019 w sprawie Steve Jobs z dnia 10.01.2019 r. 2018 (B-1176/2017).
- Wyr. Court of Appeals 2012 w sprawie Louboutin z dnia 5.09.2012 r. (Docket No. 11-3303-cv).
- Wyr. NSA 2014 z dnia 25.02.2014 r. (II GSK 1939/12, Legalis).
- Wyr. NSA 2017 z dnia 12.09.2017 r. (II FSK 2247/15, Legalis).
- Wyr. NSA 2020 w sprawie „A.S.” z dnia 25.08.2020 r. (II GSK 531/20).
- Wyr. NSA 2020 w sprawie Ryłko z dnia 22.12.2020 r. (VI SA/Wa 1364/20).
- Wyr. SA w Krakowie 2017 w sprawie Tiger z dnia 27.11.2017 r. (I ACa 273/17).
- Wyr. SA w Warszawie 2010 z dnia 2.09.2010 r. (I ACa 514/10).
- Wyr. SA w Warszawie 2020 z dnia 27.04.2020 r. (VII AGa 799/20).
- Wyr. Sądu 2012 w sprawie Basile z dnia 28.06.2012 (T-133/09).
- Wyr. Sądu 2013 w sprawie Ficken z dnia 14.11.2013 r. (T-54/13).
- Wyr. Sądu 2019 w sprawie Incontri z dnia 22.05.2019 r. (T-197/16).
- Wyr. Sądu 2019 w sprawie Sandrone z dnia 27.06.2019 r. (T-268/18).
- Wyr. Sądu 2021 w sprawie Ardagh Metal z dnia 7.07.2021 r. (T-668/19).
- Wyr. Sądu 2021 w sprawie Cyrus z dnia 16.06.2021 r. (T-368/20).
- Wyr. Sądu 2021 w sprawie Haan z dnia 14.07.2021 r. (T-399/20).
- Wyr. SN 1968 z dnia 12.07.1968 r. (I CR 252/68).
- Wyr. SN 1997 w sprawie Sobieski z dnia 12.12.1997 r. (III RN 74/97).
- Wyr. SN 2004 z dnia 6.04.2004 r. (I CK 484/03).
- Wyr. SN 2007 z dnia 26.09.2007 r. (IV CSK 122/07, OSNC-ZD 2008/3/74).
- Wyr. SN 2008 w sprawie nick z dnia 11.03.2008 r. (II CSK 539/07).
- Wyr. SN 2010 w sprawie dóbr osobistych z dnia 6.05.2010 r. (II CSK 640/09).
- Wyr. SN 2010 w sprawie Yogi z dnia 22.06.2010 r. (IV CSK 359/09).
- Wyr. SN 2017 z dnia 1.03.2017 r. (IV CSK 285/16).
- Wyr. SN 2021 w sprawie Tiger z dnia 2.03.2021 r. (III CSKP 5/21).
- Wyr. SPI 2004 w sprawie Pucci z dnia 13.12.2004 r. (T-8/03).
- Wyr. SPI 2005 w sprawie Fusco z dnia 1.03.2005 r. (T-185/03).
- Wyr. SPI 2005 w sprawie Murúa z dnia 13.07.2005 r. (T-40/3).
- Wyr. SPI 2005 w sprawie ROSSI z dnia 1.03.2005 r. (T-169/03).
- Wyr. SPI 2008 w sprawie Becker z dnia 2.12. 2008 r. (T-212/07).
- Wyr. TK 2012 z dnia 12.01.2012 r. (Kp 10/09, OTK Seria A 2012 nr 1, poz. 4).
- Wyr. Tribunal Supremo 1994 w sprawie Julián Murúa Entrena z dnia 20.06.1994 r. (n° 559/1994).
- Wyr. TS 2002 w sprawie Sieckmanna z dnia 12.12.2002 r. (C-273/00).
- Wyr. TS 2003 w sprawie LTJ Diffusion z dnia 20.03.2003 r. (C-291/00).
- Wyr. TS 2004 w sprawie Nichols z dnia 16.09.2004 r. (C-404/02).
- Wyr. TS 2005 w sprawie Gruber z dnia 20.01.2005 r. (C-464/01).
- Wyr. TS 2006 w sprawie Elizabeth Florence Emanuel z dnia 30.03.2006 r. (C-259/04).
- Wyr. TS 2009 w sprawie Messner z dnia 3.09.2009 r. (C-489/07).

Wyr. TS 2010 w sprawie Becker z dnia 24.06.2010 r. (C-51/09 P).

Wyr. TS 2015 w sprawie Costea z dnia 3.09.2015 r. (C-110/14).

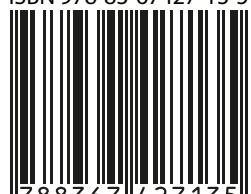
Wyr. TS 2018 w sprawie Levola z dnia 13.11.2018 r. (C-310/17).

Wyr. TS 2018 w sprawie Louboutin z dnia 12.06.2018 r. (C-163/16).

Wyr. TS 2019 w sprawie Red Bull z dnia 29.7.2019 r. (C-124/18).



e-ISBN 978-83-67427-12-8  
ISBN 978-83-67427-13-5



9 788367 427135