

Monografia **Prawo azjatyckie z perspektywy europejskiej** stanowi kolejny krok w kierunku zintensyfikowania badań nad problematyką prawa azjatyckiego. Należy przy tym podkreślić, że fraza „prawo azjatyckie” powinna być używana jedynie w znaczeniu geograficznym. Trudno bowiem wyróżnić swoisty „azjatycki” system czy model prawa, który charakteryzowałby się wspólnymi dla wszystkich azjatyckich ustawodawstw cechami. Niniejsza publikacja obejmuje prace badawcze dotyczące historii prawa, doktryn filozoficzno-prawnych, prawa publicznego oraz prawa prywatnego. Autorami poszczególnych rozdziałów są zarówno naukowcy posiadający uznany w środowisku akademickim dorobek naukowy, jak i osoby rozpoczynające dopiero badania nad prawem azjatyckim.

Autorzy rozdziałów:

prof. dr hab. Leszek Leszczyński (Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie)
dr hab. Jan Olszewski, prof. UR (Uniwersytet Rzeszowski)
dr hab. Mieczysław Sprengel, prof. UAM (Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu)
dr hab. Kamil Zeidler, prof. UG (Uniwersytet Gdański)
dr hab. Joanna Grzybek (Uniwersytet Jagielloński)
dr hab. Mateusz Stępień (Uniwersytet Jagielloński)
dr Marta Dargas-Draganik (Uniwersytet Gdański)
dr Yuki Horie (Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu)
dr Magdalena Łągiewska (Wschodniochiński Uniwersytet Nauk Politycznych i Prawa w Szanghaju)
dr Jakub M. Łukasiewicz (Uniwersytet Rzeszowski)
dr Rafał Łukasiewicz (Uniwersytet Rzeszowski)
mgr Dominik Garbal (Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II)
mgr Mateusz Dziewięcki (Okręgowa Izba Radców Prawnych w Kielcach)
mgr Tomasz Drozdowski (Uniwersytet Rzeszowski)
mgr Luiza Kliczkowska (Uniwersytet Gdański)
mgr Wojciech Kosior (Uniwersytet Rzeszowski)
mgr Rajmund Stapiński (Uniwersytet Rzeszowski)
mgr Katarzyna Rużyczka (Uniwersytet Jagielloński)

ISBN 978-83-8019-828-9



PRAWO AZJATYCKIE

**Z PERSPEKTYWY
EUROPEJSKIEJ**



redakcja naukowa: **Mateusz Stępień**
Rafał Łukasiewicz



PRAWO AZJATYCKIE

Z PERSPEKTYWY EUROPEJSKIEJ

redakcja naukowa:
Mateusz Stępień • Rafał Łukasiewicz



RECENZENCI

prof. dr hab. Artur Mezglewski (Uniwersytet Opolski), prof. dr hab. Joachim Osiński,
dr hab. Ireneusz C. Kamiński, Prof. INP PAN (Instytut Nauk Prawnych Polskiej Akademii Nauk),
dr hab. Artur Łuszczyński, prof. UR (Uniwersytet Rzeszowski), dr hab. Mirosław Sadowski,
prof. UWr (Uniwersytet Wrocławski), dr Wojciech Burek (Uniwersytet Jagielloński),
dr Maurycy Zajęcki (Uniwersytet SWPS)

REDAKTOR PROWADZĄCY
Szymon Gumienik

REDAKTOR TECHNICZNY
Iwona Banasiak

KOREKTA
Joanna Jagodzińska-Kwiatkowska

PROJEKT OKŁADKI
Krzysztof Galus

Publikacja dofinansowana przez Uniwersytet Rzeszowski

© Copyright by Wydawnictwo Adam Marszałek

Wszystkie prawa zastrzeżone. Książka, którą nabyłeś, jest dziełem twórcy i wydawcy. Żadna jej część
nie może być reprodukowana jakimkolwiek sposobem – mechanicznie, elektronicznie, drogą fotokopii
itp. – bez pisemnego zezwolenia wydawcy. Jeśli cytujesz fragmenty tej książki, nie zmieniaj ich treści
i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło.

Toruń 2018
ISBN 978-83-8019-828-9

Wydawnictwo prowadzi sprzedaż wysyłkową:
tel./fax 56 648 50 70, e-mail: marketing@marszalek.com.pl

Wydawnictwo Adam Marszałek, ul. Lubicka 44, 87-100 Toruń
tel./fax 56 648 50 70; tel. 56 660 81 60, 56 664 22 35
e-mail: info@marszalek.com.pl www.marszalek.com.pl
Drukarnia nr 2, ul. Warszawska 54, 87-148 Łysomice, tel. 56 678 34 78

Spis treści

WSTĘP	5
-------------	---

Część I

Historia prawa i doktryny filozoficzno-prawne w Azji

ROZDZIAŁ I: <i>Spójność norm moralnych i norm prawnych we współczesnych Chinach</i> (Joanna Grzybek)	13
ROZDZIAŁ II: <i>Konstytucjonalizm konfucjański jako wyzwanie</i> (Mateusz Stępień)	22
ROZDZIAŁ III: <i>Japoński kodeks cywilny z 1898 roku: pomiędzy prawem natury a pozytywizmem prawniczym</i> (Kamil Zeidler, Luiza Kliczkowska)	38
ROZDZIAŁ IV: <i>Pozycja cesarza w Japonii w epoce Meiji</i> (Tomasz Drozdowski)	52

Część II

Prawo publiczne w Azji

ROZDZIAŁ I: <i>Orzecznictwo i precedens w japońskim porządku prawnym – między uwarunkowaniami a pragmatyzmem praktyki sądowej</i> (Leszek Leszczyński)	65
ROZDZIAŁ II: <i>Instytucje klasyfikacji ratingowej w Unii Europejskiej i w Indiach. Dwie drogi reformowania</i> (Jan Olszewski)	85
ROZDZIAŁ III: <i>Japoński i unijny model polityki zielonych zamówień publicznych – ujęcie komparatystyczne</i> (Rajmund Stapiński)	113
ROZDZIAŁ IV: <i>Japońskie zmagania z problemem starzejącego się społeczeństwa. Przegląd polityk publicznych i aktów prawnych</i> (Katarzyna Rużyczka)	124

Część III

Prawo prywatne w Azji

ROZDZIAŁ I: <i>Działalność gospodarcza na terenie Chińskiej Republiki Ludowej – aspekty praktyczne</i> (Marta Dargas-Draganik)	139
--	-----

ROZDZIAŁ II: <i>Shinken i Kangoken – podział władzy rodzicielskiej między rozwiedzionymi małżonkami w Japonii</i> (Yuki Horie, Rafał Łukasiewicz)	151
ROZDZIAŁ III: <i>Ochrona własności w świetle chińskich regulacji prawnych</i> (Magdalena Łągiewska, Jakub M. Łukasiewicz)	162
ROZDZIAŁ IV: <i>Jedwabny Szlak de iure: polska osoba fizyczna jako podmiot prywatnoprawny w prawie chińskim – wybrane zagadnienia</i> (Dominik Garbal)	178
Rozdział V: <i>Wybrane aspekty prawa kontraktowego Chińskiej Republiki Ludowej w ujęciu komparatystycznym</i> (Mateusz Dziewięcki)	188

Część IV Varia

ROZDZIAŁ I: <i>Ekonomiczna i prawna współpraca Australii z Japonią na początku XXI wieku</i> (Mieczysław Sprengel)	203
ROZDZIAŁ II: <i>Analiza porównawcza ekwiwalencji translacyjnych polskich i japońskich terminów prawnych</i> (Yuki Horie)	214
ROZDZIAŁ III: <i>Prawo rzymskie za Uralem</i> (Wojciech J. Kosior)	225
Bibliografia	239

Wstęp

Przedstawiany polskiemu czytelnikowi tom pt. *Prawo azjatyckie z perspektywy europejskiej* skłania do sformułowania na wstępie kilku ogólniejszych uwag. Będą one dotyczyć „prawa azjatyckiego” oraz naukowego zajmowania się tym zagadnieniem.

Zaczynając od pierwszej kwestii, na początku należy zaznaczyć, że fraza „prawo azjatyckie” powinna być używana jedynie w znaczeniu geograficznym, które i tak nie jest do końca jasne. Karkołomnym byłoby twierdzenie, że występował, albo tym bardziej występuje jakiś swoisty „azjatycki” system czy model prawa, niezależnie od tego, czy ograniczamy się tylko do poziomu instytucji i tekstów, czy też sięgamy głębiej, np. do dominującej ideologii, podstaw aksjologicznych. Wyodrębnianie mniejszych całości, np. prawa Azji Południowo-Wschodniej (kraje leżące na Półwyspie Indochińskim, kraje Archipelagu Malajskiego oraz Filipiny) lub też tzw. krajów (post-)konfucjańskich wydaje się lepszym rozwiązaniem, choć także ma swoje wady i ograniczenia. W oczywisty sposób wynikają one z różnorodności, hybrydowości tamtejszych kultur (także prawnych) i odmienności trajektorii rozwojowych poszczególnych wspólnot. Co trzeba wyraźnie podkreślić, czołowi komparatyści prawni nie stosowali kategorii obejmujących prawa całej Azji. Choć Patrick Glenn w klasycznej już pracy *Legal Traditions of the World* rzeczywiście wyodrębnił „azjatycką tradycję prawną”, to jednak umieścił ją obok „hinduskiej” oraz „islamskiej” (których desygnaty przecież leżą również w Azji!). Znacznie częściej mówi się o mniejszych całościach w ramach Azji. Przykładowo Teemu Ruskola na kartach *Cambridge Companion to Comparative Law* pisał o „tradycji prawnej Azji Południowej”, utożsamianej z konfucjańskim kręgiem kulturowym (Chiny, Japonia, Korea, Wietnam), a Wen-Yeu Wang i Yen-Lin Agnes Chiu w tomie *Codification in*

talna” doktryna konfrontowana jest z atrakcyjną i ważną międzynarodowo anglosaską myślą prawną po II wojnie światowej. Orzecznictwo i precedensy sądowe lokują się w poszczególnych parach jako instytucje i praktyki, które potencjalnie, po pierwsze, otwierają aksjologicznie system formalnych źródeł prawa, po drugie, korygują efekty recepcji litery prawa oraz po trzecie, wprowadzają treści orzecznicze do japońskiego porządku prawnego wyraźniej niż wynikałoby to z usytuowania tego prawa w rodzinie prawa stanowionego. Zastrzeżenie o potencjalnej roli orzecznictwa i praktyki precedensowej jest tu o tyle ważne, że nawet jeśli da się w pewnych sferach taką rolę dostrzec, to i tak, jest ona realizowana na tyle ostrożnie, że jest na poły realnością i na poły projekcją.

W kontekście bowiem samego zjawiska wpływu orzecznictwa na porządek prawny daje się zauważyć kolejną konfrontację pomiędzy postawami promowania i ograniczania tego wpływu, wyznaczającą jeszcze inny aspekt pragmatyzmu. W ramach nauki prawa oznacza to ostrożność tak w jej deskryptywnym, jak i postulatycznym wymiarze, mimo pojawiania się niekiedy mocnych koncepcji promujących rolę orzecznictwa. W ramach ustawodawstwa oznacza to zasadniczo legislacyjne określanie treści norm prawnych, mimo ustawowego określenia precedensowej pozycji decyzji Sądu Najwyższego. W ramach zaś praktyki prawniczej oznacza to kierowanie się własnym dorobkiem orzecznictwem przez sądy, dokonywane jednak w klimacie „współpracy” (konsensu) z władzą ustawodawczą i wykonawczą oraz ważenia autonomii orzecznictwa z interesem publicznym. Także zatem w tej kwestii o pragmatycznie uzasadnionym kształcie konkretnych zjawisk i procesów społecznych przesądza dominująca idea harmonii społecznej.

Summary

A JUDICATURE AND A PRECEDENT IN JAPANESE LEGAL SYSTEM – BETWEEN CIRCUMSTANCES AND PRAGMATISM OF JUDICIAL PRACTICE

The purpose of this article is to analyze the function of the judiciary and practice of precedents in the Japanese legal system in the context of a relation between factors and effects. Determinants, which define this function, are Japanese legal tradition, as well as links with “Western” legal cultures, based on two main receptions of law. This legal tradition is connected with constructions which “open” legal system for values and social norms.

Key words: Japan, judiciary, precedent

Rozdział II

Instytucje klasyfikacji ratingowej w Unii Europejskiej i w Indiach. Dwie drogi reformowania

JAN OLSZEWSKI*

Specyficznym elementem w obyczajowości hinduskiej jest duży rozwój prawa regulującego tworzenie różnego rodzaju klasyfikacji. W chwili obecnej powstają one najczęściej ze względu na złożone normy jakościowe związane z określonym obszarem działalności gospodarczej (np. usługowej, kształceniowej itp.). Prawo klasyfikacji obejmuje szereg znanych już w Polsce sfer usługowych. W szczególności odzwierciedlają się tym, iż istnieje wiele typów agencji ratingowych¹, np. bardzo często ocenia się standardy w zakresie kształcenia na uczelniach działających w Indiach, ale także i poza subkontynentem, o ile absolwenci tych uczelni mają być zatrudniani w Indiach², ze względu na długą tradycję tworzenia w Indiach norm stosownych do potrzeb klasyfikacji warto obserwować tamtejsze prawo odnoszące się do tego typu instytucji.

Szczególnie uzasadnieniem do takich badań jest fakt, iż zarówno w UE, jak i w Indiach kilka lat temu podjęto szeroko zakrojony proces reformowania agencji ratingowych. Dlatego też niektóre z rozwiązań

* Uniwersytet Rzeszowski.

¹ W Polsce na temat reform agencji ratingowych w UE pisała w ujęciu prawnym: M. Burzyńska, *Regulacje ostrożnościowe a kryzys finansowy – agencje ratingowe*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2015, nr 2, s. 2–13; D. Dziawgo, *Credit-rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 2010; W. Jaworski, *Rating ubezpieczeniowy*, Poznań 2002; *Rating jako narzędzie oceny zakładu ubezpieczeń*, T. Sangowski (red.), Poznań 2000; K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012.

² Temat ten będzie przedmiotem kolejnej publikacji.

tam istniejących być może warte będą, jeśli nie naśladownictwa, to przynajmniej zwiększonej uwagi. Warto tu zaznaczyć, iż od kilku lat niektóre polskie uczelnie oceniane są przez instytucje akredytacyjne z Indii. Niebawem zaś, ze względu na coraz szersze inwestycje³, jakie w Polsce dokonują przedsiębiorcy z Indii⁴, także liczne polskie podmioty poddawane będą ocenie przez ratingi indyjskie.

Są trzy podstawowe cele niniejszego opracowania. Po pierwsze ukazanie roli i znaczenia agencji ratingowych w ujęciu generalnym na rynkach finansowych, tak aby dokonać ogólnego przybliżenia tej swoistej instytucji. Drugi cel to prezentacja rozwiązań Prawa o ratingu z UE na tle historycznym, z naciskiem na proces reform, jakie wprowadzono po kryzysie z lat 2008–2009. Ostatni cel to ukazanie agencji ratingowych i ich ewolucji prawnej w Indiach. Tu szczególnie naświetlono obecnie działające w Indiach agencje. Dopiero w drugiej kolejności będzie miejsce na opisanie specyfiki reform w tym państwie.

Wnioski, jakie się pojawią w zakończeniu, składać się będą z prezentacji dalszych postulatów w zakresie reform ratingu. Z tym że w pierw przedstawię będą postulaty z Indii zbliżone do Unijnych, a następnie specyficzne, opracowane przez Indyjski organ nadzorczy.

Aby wykonać te trzy cele, praca została podzielona na trzy merytoryczne rozdziały. Pierwszy rozdział rozpocznie się od ukazania siatki pojęciowej. W tym miejscu przedstawione zostanie także kilka przedsięwzięć, jakie są charakterystyczne w działaniach agencji ratingowych. W drugim rozdziale ukazany będzie opis reformowania tych instytucji w UE. Obejmie on jedynie istotne kwestie (tzn. dotyczące przejrzystości rozwiązań). Potem naświetlane będą także inne zmiany, jakie były konieczne, aby pośrednio uczynić działalność agencji ratingowych bardziej odpowiedzialnymi za swoje diagnozy. W ten sposób opisy w drugim roz-

³ W ostatnich latach obserwowano wzrost zainteresowania indyjskich firm polskim sektorem usług. W zdecydowanej większości indyjskie firmy inwestowały w centra usług dla biznesu, obsługujące rynki Europy Zachodniej. Swoje centra w Polsce otworzyły takie firmy jak: Tata Consultancy Services (Warszawa), czy też Infosys. Na podstawie: portal internetowy, Polska Agencja Inwestycji i Handlu S.A. Indyjskie inwestycje w Polsce: <http://www.goindia.gov.pl>, [dostęp: 16.05.2018].

⁴ Przykładem takich inwestycji są huty należące do Indyjskiego koncernu Arcelor Mittal Poland.

dziale niniejszej pracy zostały przedstawione poprzez ukazanie ratingu jako narzędzia pomiaru i kontroli ryzyka, ale także poprzez sygnalizację niektórych kontrowersji wokół ratingów, a nawet krytykę agencji ratingowych⁵. Tu też pojawi się wykaz kilku kompetencji unijnego organu nadzorującego agencje ratingowe w UE-ESEMA.

Trzeci rozdział niniejszej publikacji odnosi się już do prawa regulującego działalność agencji ratingowych w Indiach. Tu także dokonane będzie niemalże zwierciadlane naświetlenie genezy. Następnie dokonamy przeglądu znaczących indyjskich instytucji ratingowych, z krótką ich charakterystyką i stosownym podkreśleniem ważniejszych podobieństw i czasami różnic, jakie można dostrzec w obu w/w rozwiązaniach. Ostatni podrozdział to przedstawienie reform ratingu w Indiach. Publikację zamyka zakończenie z licznymi wnioskami.

W zakresie metod badawczych w publikacji dominować będą syntezy z poglądów literatury obcej, szczególnie zaś indyjskiej⁶. Analizy poszczególnych norm, o ile wyjątkowo się pojawią, odnosić się będą jedynie do istotniejszej materii, która nadal wymaga doskonalenia. Autor także wprowadzi tu i ówdzie uwagi na podstawie własnych doświadczeń powstałych w trakcie jego pracy w Indiach oraz uzyskane z kontaktów naukowych⁷ z uczelniami indyjskimi⁸.

Warto zauważyć, że takie wspólne poszukiwanie wzorców instrumentów korekcyjnych może mieć wiele zalet. Jak wykazuje analiza literatury indyjskiej jak i unijnej, generalnie co do agencji ratingowych jest w niej wiele ocen bardzo zbliżonych. W szczególności krytycy z obu środowisk twierdzą, że na całym świecie agencje ratingowe borykają się z poważnymi konfliktami interesów, ponieważ są zbyt często za-

⁵ Na podst. J. Żabińska, *Rola i miejsce agencji ratingowych na rynkach finansowych Unii Europejskiej*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, „Studia Ekonomiczne” 2013, s. 28–38.

⁶ W szczególności autor oparł się na poglądach kilku pracowników naukowych, takich jak: S. Prakashis, A. Ayachitis, S. Garg, *Centre for Legal Policy*, <https://vidhi-legalpolicy.in/reports-newsletters/> [dostęp: 14.05.2018], s. 13–58.

⁷ J. Olszewski, *Sprawozdania z Konferencji Naukowej z New Delhi 1996*, [w:] *Prawa Człowieka „Human Rights”*, „Humanistyczne Zeszyty Naukowe”, Katowice 1997.

⁸ J. Olszewski, *Legal Status of Polish Aviation Administrative*, [w:] *International Conference on Current Developments in Air and Space Law, 13–14 November 2010*, National Law University, Delhi 2013.

trudniane przez samych emitentów, aby oceniali potem ich instrumenty finansowe. Sytuację pogarsza także fakt, że polegają oni w dużej mierze na informacjach dostarczanych przez emitentów, co oznacza, że agencje ratingowe nie są czasem w stanie wydać niezależnych opinii na temat faktycznej zdolności kredytowej ocenianych instrumentów⁹.

Należy także dodać, iż pomimo nieodłącznego ryzyka związanego z ratingami kredytowymi, agencje ratingowe nie podlegały kompleksowym regulacjom w większości państw rozwiniętych do czasu wystąpienia globalnego kryzysu finansowego w 2007 r. W następstwie kryzysu powszechne stało się uznanie, że agencje ratingowe były mu współwinne¹⁰. Ten stan sprawił, że zarówno w UE, jak i w Indiach stosowne dla tych podmiotów organy nadzoru finansowego dokonały przeglądu ram regulacyjnych. Owocem tego są różne raporty wskazujące uchybienia agencji¹¹, sugerujące ostre korekty norm w odniesieniu do agencji ra-

⁹ D. Rafailov, *The Failures of Credit Rating Agencies during the Global Financial Crisis- Causes and Possible Solutions*, „Economic Alternatives” 2011, New Delhi, s. 1, 34, 37; National Institute of Securities Market, *Assessment of Long Term Performance of Credit Rating Agencies in India* (2009), http://www.sebi.gov.in/sebi_data/attachdocs/1288587929503.pdf, [dostęp: 17.05.2018]; Aline Darbellay & Frank Partnoy, *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*, „Legal Studies Research Paper” 2012, (no. 12-083, 2012, s. 20, http://www.sebi.gov.in/sebi_, źródło online, [dostęp: 19.05.2018]; National Institute of Securities Market, *Assessment of Long Term Performance of Credit Rating Agencies in India* (2009), (http://www.sebi.gov.in/sebi_data/attachdocs/1288587929503.pdf, [dostęp: 15.05.2018]; J. Katz, E. Salinas, C. Stephanou, *‘Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions’*, New York 2009, s. 2-37, http://www.sebi.gov.in/sebi_, [dostęp: 13.05.2018]; S. Utzig, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, 2010 (188), ADBI Working Paper Series 1,1, <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156043/adbi-wp188.pdf>, [dostęp: 10.05.2018]; E. Parker and M. Bake, *Regulation of credit rating agencies in Europe*, „Butterworths Journal of International Banking and Financial Law” 2009, (July/August), s. 401, https://www.mayerbrown.com/public_docs/jibfl_jul_parker.pdf, *Credit Rating Agencies, U.S. Securities and Exchange Commission*, <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>, [dostęp: 7.05.2018].

¹⁰ Krytycy argumentowali, że agencje ratingowe nie oszacowały prawidłowo ryzyka rynkowego związanego ze ustrukturuowanymi produktami kredytowymi, a zatem nie były w stanie odpowiednio skorygować ratingów kredytowych.

¹¹ Zdaniem *Raportu* przedstawionego w artykule: M. Burzyńska, *Regulacje ostrożnościowe a kryzys finansowy – agencje ratingowe PUG* (nr 2), 2015, s. 2 – „do powstania kryzysu w znacznym stopniu przyczyniły się agencje ratingowe (...). Zarzucano im

tingowych. Skutkiem tej reformy jest wprowadzenie tylko nowych bardziej rygorystycznych przepisów dotyczących agencji ratingowych, ale też nowych konstrukcji nadzorczych. W ten sposób poprzez przeglądy zawarte w tej publikacji zobaczymy jak wyglądały dwie drogi w reformowaniu ratingu.

1. Ustalenie podstawowych pojęć

Agencja ratingowa to podmiot w dowolnej konstrukcji organizacyjnej i prawnej, który ocenia dłużników na podstawie ich zdolności do spłaty swoich odsetek i kwoty kredytu. Agencja ratingowa¹² jest podmiotem, który w szczególny sposób prowadzi doradztwo inwestycyjne poprzez proces oceny szeregu wskaźników ekonomicznych i politycznych. Do najpowszechniejszych ustaleń ratingowych należą cykliczne badania na poziomie krajowym w zakresie bezpieczeństwa w inwestowanie w emitowane przez dane państwo dłużnych papierów wartościowych oraz innych zobowiązań ze względu na standing finansowy krajowego emitenta poprzez nadanie stosownych do ryzyka wskaźników. Jakościową klasyfikację dłużnych papierów wartościowych¹³, a także innych zobowiązań prezentuje się potencjalnym inwestorom za pomocą specjalnych kodów literowych. Uwzględnia się tu m.in: terminowość oraz prawdopodobieństwo wykonania zobowiązań. Agencje te mogą również analizować wiarygodność kredytową emitentów długów i wystawiać ratingi kredytowe tylko organizacjom. Oceniane podmioty mogą być, obok całych państw, także w dowolnej konstrukcji organizacyjno-praw-

brak niezależności, działanie w warunkach konfliktu interesów polegającego na czerpaniu dochodów z nadawania ocen inwestorom, którym świadczyli także usługi doradztwa inwestycyjnego. Agencje czerpały zatem dochód z nadawania instytucjom finansowym ocen, opisujących trafność inwestycji, których przeprowadzenie agencja sama doradzała. W *Raporcie* wytknięto niską wiarygodność nadawanych w takich warunkach ocen ratingowych, sporządzanie nietrafnych, a także stroniczych, czy wręcz kumoterskich ekspertyz inwestycyjnych, brak publicznego nadzoru nad działalnością agencji”.

¹² Ang. *credit rating agency*.

¹³ Szerzej w pracy: J. Olszewski, *Prawo papierów wartościowych i instytucje rynku kapitałowego*, Przemyśl 2000, s. 29-179, a także 278.

nej, a zatem mogą być spółkami, spółkami specjalnego przeznaczenia, organami samorządu terytorialnego, organizacjami non-profit itp.

Generalnie uważa się, iż agencje ratingowe powinny udostępniać inwestorom wszelkie dane dotyczące prawdopodobieństwa niewypłacalności odpowiadających poszczególnym ratingom kredytowym i perspektywom ratingowym w oparciu o dane historyczne. Dlatego też powinny być one publikowane w centralnym repozytorium utworzonym przez każdą z nich lub też poprzez specjalne urzędy publiczne.

Istotną rolę pełni także taka instytucja jak underwriting¹⁴. Agencja ratingowa zwykle ukazuje poziom wiarygodności za pomocą kodów literowych. W ten sposób następuje nadanie emitentowi, który jest pożyczkobiorcą, różnych stopni zaufania.

Kolejna szeroka grupa oceny to ustalanie takiego bezpieczeństwa inwestycyjnego w węższym obszarze, jakim są poszczególne spółki akcyjne¹⁵. Tu przeprowadza się ratingi i scoringi¹⁶ kredytowe. Tu także ocenę poprzedza badanie otoczenia gospodarczego, politycznego, ale przede wszystkim zwraca się uwagę na jakość zarządzania w ocenianych spółkach. W spółkach akcyjnych procesy ustaleniuowe częściej są zróżnicowane np. w zależności od zwyczajów lokalnych. To zróżnicowanie widoczne jest szczególnie w Indiach. I tam następuje m.in. poprzez tworzenie różnorodnych klasyfikacji.

¹⁴ Szerzej: J. Olszewski, *Prawo papierów wartościowych w świetle nowych ustaw*, Warszawa 1998, s. 89–91.

¹⁵ „Rating kredytowy” oznacza opinię na temat zdolności kredytowej danego podmiotu, długu lub zobowiązania finansowego, dłużnych papierów wartościowych, akcji uprzywilejowanych lub innych instrumentów finansowych lub emitenta takich długów lub zobowiązań finansowych, dłużnych papierów wartościowych, akcji uprzywilejowanych lub innych instrumentów finansowych, wystawioną przy wykorzystaniu uznanego i zdefiniowanego systemu rankingowego kategorii ratingowych.

¹⁶ Na podstawie poglądów przedstawionych na uczelniach w New Delhi można podkreślić pewną różnicę w zakresie „scoringu kredytowego” w stosunku do ratingu. W scoringu działania ustaleniuowe ograniczone są jedynie do badania wiarygodności kredytowej. Oblicza się go, podsumowując różne dane (ale wyłącznie takie, które uzyskano z wcześniej opracowanego modelu statystycznego). W ratingach obok ww. działań zawsze przeprowadza się liczne badania analityczne, dotyczące zwykle szerszego otoczenia, np. politycznego.

Ze względu na potrzebę dużej specjalizacji badawczej, a także transparentność, podmioty prowadzące oceny ratingowe powinny być w pełni samodzielne i nieposiadające jakichkolwiek powiązań osobistych, jak i gospodarczych z podmiotami, którym wykonują ratingi. Status prawny instytucji ratingowych w znacznym stopniu narzucają normy prawne. Ponadto prawodawca zwykle precyzyjnie określa, iż przewodnim obszarem działalności agencji ratingowych powinna być jedynie ocena wiarygodności kredytowej. Takie ratingi dotyczyły do niedawna wszystkich podmiotów dokonujących pożyczania pieniędzy. Pozyskanie oceny ratingowej obligowało w szczególności fundusze, spółki, banki, organizacje oraz rządy państwa. W szczególności rządy potrzebowały korzystnej oceny emitowanych przez dane państwo instrumentów dłużnych i innych instytucji, o ile prezentowano je na rynkach ekonomicznych¹⁷. Bardzo podobne jest rozumienie agencji ratingowej w Indiach.

Warto tu zaznaczyć, że klienci indywidualni są oceniani przez wyspecjalizowane agencje znane jako biura kredytowe, które zapewniają każdemu klientowi ocenę kredytową na podstawie jego historii finansowej. W Indiach wskazuje się ponadto, iż agencje takie mogą opracowywać jeszcze szereg nowatorskich ocen, klasyfikacji, a nawet prognoz rozwojowych itd.¹⁸

2. Ewolucja prawa ratingów w Unii Europejskiej

W niniejszym rozdziale ukazany zostanie proces reformy w UE dokonywany w zakresie działalności agencji ratingu. Szczególnie dokładnie naświetlimy kilka najnowszych kluczowych konstrukcji zwiększania transparentności, a także procedur w zakresie kontroli i nadzoru wy-

¹⁷ Na podstawie: *Encyklopedia w zarządzaniu wersja internetowa* https://mfiles.pl/pl/index.php/Agencja_ratingowa, [dostęp: 22.05.2018]. Do 2011 roku Encyklopedię tworzyli wyłącznie pracownicy i studenci Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Uniwersytetu Jagiellońskiego oraz innych uczelni, obecnie treści poszczególnych pojęć ustalają także inni pracownicy naukowcy, [dostęp: 20.04.2018].

¹⁸ Ustalono na podstawie wywiadu na National Law University India New Delhi Dwerka 14, w New Delhi na Uniwersytecie w Old Delhi i w ramach praktyki w kancelariach indyjskich.

konywanych przez specjalny organ UE nad działalnością agencji ratingowych. Ostatecznym elementem tej części jest prezentacja sumująca w/w rozwiązania, które podjęto w UE, aby ograniczyć błędne oceny instytucji ratingowych działających na ich zlecenie.

W początkowym okresie działania UE agencje ratingowe generalnie zobowiązane były do przestrzegania szeregu przepisów o charakterze ogólnym¹⁹. Dopiero rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE)²⁰ nr 1060/2009 zobowiązało agencje ratingowe do przestrzegania kilkunastu zupełnie nowych zasad postępowania specjalnie dla nich skonstruowanych.

Ważnym podmiotem ogólnie nadzorczym na rynkach finansowych był już tzw. Eurosystem. Zapewniał on płynność systemu finansowego za sprawą swoich operacji polityki pieniężnej. Udzielał kwalifikującym się uczestnikom rynku finansowego²¹ wyłącznie kredytów zabezpieczonych, które musiały spełniać wysokie standardy kredytowe. Aby dokonać takiej oceny kredytowej, badał także ratingi.

W następstwie zmian wprowadzonych po Kryzysie 2008 pojawiło się następne rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady²¹ (UE) nr 1095/2010 dotyczące powołania Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) ESMA, który na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 został upoważniony do rejestracji agencji ratingowych i nadzoru nad nimi²².

¹⁹ Podlegały pod ogólny nadzór dyrekcji generalnych w Komisji UE, a także w pewien sposób nadzorowane były przez agencje specjalistyczne UE Szerzej J.Olszewski, *Prawo i instytucje Wspólnot Europejskich*, Przemysł 2003, s. 1–313.

²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (we) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX>, [dostęp: 23.05.2018].

²¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych <https://eur-lex.europa.eu/legal> [dostęp: 5.05.2018].

²² ESMA założono dnia 1 stycznia 2011 r. obecnie działa on w ramach Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF). ESNF składa się z ESMA, Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EUNB) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA), które wspólnie z krajowymi organami nadzorczymi, Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego

Niniejsze rozporządzenie miało na celu uzupełniać już obowiązujące ramy regulacyjne agencji ratingowych. Ujęto w nich niektóre z najważniejszych problemów, które sygnalizowano po kryzysie. Korzyść z takiego nowego nadzoru nad rynkiem ratingów kredytowych jest taka, że nadzór specjalistyczny daje użytkownikom ratingów kredytowych większą pewność co do jakości pracy agencji ratingowej. W pewnym stopniu organ nadzorczy zapobiega też nieuczciwej konkurencji na rynku ratingów kredytowych. Fakt, iż często dochodziło do takich sytuacji, budził niepokój. Podstawowym powodem utworzenia unijnego nadzoru przez instytucję ESMA była też potrzeba zapewnienia prawdziwie równych warunków działania wszystkim podmiotom na rynku ratingów kredytowych.

Nowe przepisy o znacznie rozszerzonym nadzorze uchwalono także w kilku innych celach. W szczególności położono nacisk na złagodzenie ewentualnych konfliktów interesów, zapewnienie by ratingi kredytowe oraz proces ratingowy charakteryzowały się wyższą jakością oraz przejrzystością.

Wyżej wymienione konflikty interesów spowodowane były modelem „emitent płaci”, czy też ograniczonym ujawnianiem informacji o instrumentach finansowych, będących produktem sekurytyzacji. Ważnym zapisem w tym akcie było stwierdzenie, iż po upływie rozsądnego okresu obowiązywania nowych ram konieczne będzie dokonanie ich przeglądu w celu oceny, czy w pełni rozwiązały sygnalizowane na wstępie rozporządzenia problemy. Tymczasem narastający w kilku państwach UE kryzys związany z długiem państwowym ujawnił potrzebę ponownego zweryfikowania niektórych z wcześniej wskazywanych wymogów dotyczących przejrzystości procedur oraz terminu publikacji. W szczególności, w przypadku ratingów, Kryzys Grecki ujawnił m.in., iż niska efektywność wcześniej opracowanych uregulowań przejawiała

(ERRS) oraz Wspólnym Komitetem Europejskich Urzędów Nadzoru tworzą bieżącą architekturę europejskiego nadzoru. Podstawowym celem ESMA jest ochrona interesu publicznego przez zapewnianie integralności, przejrzystości, efektywności i prawidłowego funkcjonowania rynków papierów wartościowych. Rozporządzenie (UE) nr 1095/2010 z dnia listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84).

się w częstych sytuacjach omijania niektórych norm. Stan ten wymagał szeregu korekt i uzupełnień. Dlatego też zobligował władze UE do podjęcia prac nad nowelizacją, tak aby zapewnić ratingowi jeszcze wyższy poziom profesjonalizmu i niezależności. W szczególności podkreślano, iż nowe rozporządzenie powinno wprowadzać zdecydowanie większą jasność przepisów i zapewnić pewność prawną, wprowadzając definicję perspektyw ratingowych i precyzując, które przepisy się do nich stosują. Definicja perspektyw ratingowych powinna także obejmować opinie dotyczące prawdopodobnego kierunku rozwoju ratingu kredytowego w krótkim okresie, zwane powszechnie „credit watch”. Aby usprawnić nadzór, już w lipcu 2011 r. przyznano ESMA wyłączne uprawnienia nadzorcze²³ nad agencjami ratingowymi zarejestrowanymi w UE²⁴. Jednym z pierwszych działań było wprowadzenie obowiązków publicznej publikacji przynajmniej fundamentów ratingu²⁵.

W maju 2013 r. zatwierdzono trzecią partię prawodawstwa mającą na celu dalsze zmniejszenie nadmiernego polegania na ratingach kredytowych oraz poprawy jakości informacyjnej ratingów państw członkowskich. Reguluje te kwestie w szczególności 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 648/2012²⁶.

²³ W chwili obecnej Europejski Organ Nadzoru nad Giełdami i Papierami Wartościowymi jest „jedynym organem nadzoru do spraw” agencji ratingowych w Unii Europejskiej.

²⁴ Rozporządzenie (UE) nr 1095/2010 z dnia listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84). Na podstawie danych ze strony European Securities and Markets Authorities, Credit Rating Agencie <<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-ratingagencies/supervision>> <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/supervision>, [dostęp: 3.05.2018].

²⁵ ESMA zobowiązała większość agencji ratingowych do szerszych publikacji. Obecnie podmioty te ujawniają publicznie co najmniej: ocenę generalną podmiotu; ocenę jego zobowiązania dłużnego lub finansowego; ocenę zabezpieczenia długu; ocenę preferowanej akcji lub innego instrumentu finansowego; rating emitenta wyżej wymienionego.

²⁶ Dziennik Urzędowy UE z 27.06.2013. L 176.

Warto podkreślić, iż właśnie w w/w ostatnim rozporządzeniu w sprawie agencji ratingowych²⁷ z 2013 ESMA została zobowiązana do prezentacji szczegółowych wytycznych dotyczących działań ratingowych, tak aby zawierały informacje łatwiejsze do wdrażania, a potem i do ich egzekwowania. Szereg wskazań w tym akcie powstało po uwagach podnoszonych w literaturze w zakresie braku precyzji opisowej w szeregu regulacjach UE²⁸.

3. Instytucje Ratingowe w Indiach

3.1. Ogólna charakterystyka

Prawo regulujące działalność instytucji kredytowych w Indiach pojawiło się wcześniej niż w UE. Z wypowiedzi prawników na Uniwersytetach Indyjskich swoistą kontrolę nad tymi instytucjami realizowały komisje Parlamentarne. Wyodrębniona regulacyjnie prawna działalność nadzorcza związana wprost z ratingiem kredytowym rozpoczęła się w Indiach w 1987 r. Dlatego też w opisie obecnych agencji wskazuje się, iż pierwsze z nich powstały właśnie po 1987 r. Nie oznacza to, że wcześniej ich nie było. Agencje istniały od co najmniej stu lat, ale brak

²⁷ Opracowano na podstawie: Trybunał obrachunkowy, *Raport specjalny. Nadzór nad Instytucjami Ratingowymi*, Luksemburg 2015, www.esma.europa.eu, [dostęp: 7.05.2018].

²⁸ M. Burzyńska, *Regulacje ostrożnościowe a kryzys finansowy – agencje ratingowe*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2015, nr 2, s. 2–13, podkreśla, iż w rozporządzeniach odnoszących się do reformowania agencji ratingowych występuje powszechna dla UE maniera korzystania przez prawodawcę unijnego z wyrażen niejasnych, nieostrych czy ogólnych. Autorka m.in. wskazuje, iż „O ile prawu znana jest instytucja klauzuli generalnej i korzystanie z niej z umiarem przynosi trwałe korzyści stosunkom prawnym (Chauvin, Stawecki, Winczorek, op.cit., s. 70), o tyle używanie ich w nadmiarze, a nawet sprowadzenie całej regulacji danego problemu do zbioru ogólnych zasad odwołujących się do kategorii etycznych, nie skonkretyzowanych w utrwalonym orzecznictwie, nie służy ani pewności prawa, ani efektywności działania organów prawo stosujących, ani wbrew intencjom prawodawcy unijnego, zapewnieniu jednolitości prawa na terytorium Unii...”. Rozporządzenie to zawierało właśnie mnóstwo wyrażen nieostrych i norm kompetencyjnych, przewidujących nawet tak krytykowane uznanie administracyjne.

było wydzielonego rejestru i często ich nazwy nie wskazywały wprost na usługi ratingowe. Ożywienie gospodarcze z końca lat 80. nastąpiło poprzez stworzenie otwarcia rynku indyjskiego na inwestycje i opracowanie przez prawodawcę licznych, ale za to przejrzystszych norm do prowadzenia szeregu nowych działalności gospodarczych. Wyjątkowo nowatorskie otwarcie nastąpiło na rynkach kapitałowych i finansowych. Nowe instytucje regulacyjne obejmowały swoim nadzorem oprócz agencji ratingowych oczywiście także wszystkie duże instytucje finansowe. Poddawano także wnikliwemu nadzorowi największych wierzycieli emitujących obligacje. Oryginalne jednak było to, iż badano je nie tylko w aspekcie zabezpieczenia zobowiązań. W ciągu ostatnich 30 lat liczba agencji ratingowych ulegała zmianie. W 2017 r. na rynku indyjskim istnieje siedem znaczących agencji ratingowych, z których najbardziej wpływowe są te o globalnym charakterze – Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch. Agencje ratingowe pomimo kilkudziesięcioletniego istnienia stały się obecnie istotną częścią nie tylko indyjskiego systemu finansowego²⁹. Podstawą prawną ich działalności są specjalne rozporządzenia wydawane przez Indyjską agencję regulacyjną zwaną Komisją Papierów Wartościowych i Giełd w Indiach („SEBI”). Szereg rozporządzeń SEBI³⁰ jest uzupełnianych o stosowne przepisy okólne wydane na ich podstawie³¹. Wypełnianie norm SEBI nie zapewnia jeszcze pełnych uprawnień agencji. Aby pozyskać znaczących inwestorów, wskazane jest uzyskanie jak najszybciej specjalnej akredytacji, potwierdzającej, iż w praktyce agencja spełnia normy prawne i standardy etyczne. W Indiach jest ich zdecydowanie więcej niż w Europie i są zdecydowanie bardziej wrażliwe na kwestie religijne i dyskryminację ukrytą. Najwyższy poziom

²⁹ Na podstawie artykułu redakcyjnego – Government reforms unleash India's securitisation market Financial Times <https://www.ft.com/content/> [dostęp: 10.05.2018].

³⁰ W oparciu o oficjalne strony internetowe Ministry of Finance, Capital Markets Division, *Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies* (2009), 13. I podanych tam raportów. W szczególności: Lawrence J. White, *Markets: The Credit Rating Agencies*, „Journal of Economic Perspectives” 2010, no. 24 (2), s. 211, 226. A także z oficjalnych stron internetowych, <http://www.sebi.gov.in/>, [dostęp: 12.05.2018].

³¹ Należy jednak zaznaczyć, iż jednak w ciągu ostatnich kilku lat kwestionowano legalność i adekwatność takich ram regulacyjnych.

akredytowania zapewnia Reserve Bank of India (dalej RBI). Jest to zewnętrzna i wyjątkowo wnikliwa instytucja oceny w zakresie spełniania w/w standardów dotyczących działalności akredytacyjnej. Akredytacja sprawdza także, czy agencja poprawnie ocenia i klasyfikuje oraz czy potrafi wskazywać bezpośrednio i pośrednio na opcjonalne ryzyka (np. w zakresie zbyt niskiego oprocentowania kredytów bankowych). Sprawdzane są także konstrukcje raportów oraz metody opracowania prognozy rozwojowej. Aby w/w wymagania spełniać, każda agencja ratingowa obok norm prawnych działa zgodnie z wytycznymi RBI oraz innymi, np. co do baz ryzyka, a także zgodnie z regulaminami własnymi i zewnętrznymi, ustalonymi przez inne podmioty. Warto wiedzieć, iż po akredytacjach RBI agencje ratingowe są uprawnione do przeprowadzania ocen wiarygodności kredytowej, która potem przez pewien okres może być stosowana przez wszystkie banki do obliczania innych wskaźników, m.in. wymogów adekwatności kapitałowej, ale zawsze zgodnie z autoryzacją RBI.

Szczególnie przydatne dla inwestorów z Europy są specjalistyczne klasyfikacje różnych instrumentów, które zachodzić mogą w podmiocie, z którym planujemy współpracę. Ocena i ujęcie klasyfikacyjne wykonane przez tę agencję zdecydowanie więcej informuje potencjalnego inwestora niż setki stron materiałów reklamowych, czy nawet wyjątkowo drogie informacje z wywiadowni gospodarczych.

3.2. Przegląd indyjskich agencji ratingowych

Ze względu na to, iż niniejszy artykuł ma mieć także pewien walor praktyczny, zanim przejdziemy do opisu aktualnego reformowania ratingu w Indiach, wpierw przedstawimy przegląd najważniejszych indyjskich instytucji ratingowych. Podkreślić należy ich nowatorskie wobec Europy rozwiązania organizacyjne oraz w zakresie tematów poddawanych klasyfikacji.

Wykaz agencji indyjskich opracowano na podstawie oficjalnej strony organu nadzoru w Indiach³². Oceny dostarczone przez te agencje okre-

³² Oficjalna strona spółki indyjskiej, prowadzącej jako platforma internetowa w zakresie udzielania kredytów – Agencja ratingowa. W chwili obecnej istnieje sześć agencji ratingowych zarejestrowanych pod marką SEBI, mianowicie CRISIL, ICRA,

śląją charakter i cele pożyczki. Im wyższa ocena kredytowa, tym niższa stopa procentowa oferowana podmiotowi, który ją uzyskał.

Niniejszy wykaz zawiera siedem podstawowych agencji ds. ratingów. W szczególności odnosi się on do opisu ratingów, które są tam wykonywane. W pewnym też stopniu dotyczy także tamtejszej specyfiki w zakresie ocen kredytowych. Poniżej fragmentarycznie naświetlony zostanie system regulacyjny dla agencji ratingowych w Indiach.

Agencja ratingowa Credit Rating Information Services of India Limited (zwana dalej CRISIL)

CRISIL jest jedną z największych pierwotnie typowo indyjskich agencji, która ma siedzibę w Bombaju. CRISIL obecnie stał się agencją globalną, gdyż zapewnia niezależne opinie i skuteczne rozwiązania w szeregu państw (przeprowadzając tam analizy i badania danych). Jak wykazują opisy w literaturze, agencja ta ma mocne osiągnięcia w zakresie wzrostu i innowacji³³. Przykładem nowej formy ratingu jest CRISIL Inclusix – unikalny indeks mierzący skalę integracji finansowej w Indiach w 666 dystryktach. Wykorzystuje statystycznie solidną, przejrzystą i łatwą do zrozumienia metodologię i opiera się na modułowej, skalowalnej architekturze. CRISIL rozszerzył swoją działalność poza Indiami na Stany Zjednoczone, Wielką Brytanię, Polskę, Argentynę, Hongkong, Chiny i Singapur. Większościowym udziałowcem CRISIL jest Standard & Poor's, jedna z największych agencji ratingowych na świecie. CRISIL współpracuje z różnymi agencjami rządowymi, a także z międzynarodowymi inwesto-

CARE, SMERA, Fitch India i BrickworkRatings. CRISIL ma siedzibę w Bombaju. CRISIL zapewnia niezależne i skuteczne opinie: www.paisabazaar.com/credit-score/credit-rating-agencies, [dostęp: 22.05.2018].

³³ CRISIL Inclusix jest to indeks względny w skali od 0 do 100 i łączy w jednym cztery kluczowe parametry podstawowych usług finansowych – penetracja branży, penetracja depozytów, penetracja kredytu i penetracja ubezpieczeniowa. W najnowszym wydaniu CRISIL Inclusix po raz pierwszy uwzględniono dane dotyczące ubezpieczeń na życie. Chociaż nie uwzględniliśmy emerytury do obliczenia Inclusix, ta edycja zawiera szczegóły dotyczące postępów w krajowym systemie emerytalnym. Na podstawie oficjalnej strony CRISIL, [dostęp: 12.05.2018].

rami w Indiach i innych krajach, wskazując poprzez liczne klasyfikacje³⁴, jak ulepszyć infrastrukturę i sprostać wymaganiom regionu.

Agencja ratingowa CARE

Agencja CARE powstała w latach 70. ubiegłego wieku, ale jako instytucja finansowa, rozszerzyła swoją działalność w 1993 o usługi z zakresu analizy kredytów i badania wiarygodności płatniczej. Natomiast inne usługi finansowe zostały znacznie ograniczone. Od tego czasu stała się drugą co do wielkości agencją ratingową Indii. Ze względu na wysoki poziom ratingu została też promowana przez kilka banków, np. Industrial Development Bank of India (IDBI), Unit Trust of India (UTI) Bank, Canara Bank i inne instytucje finansowe. CARE ma swoją siedzibę w Mumbaju oraz biura regionalne w New Delhi, Bangalore, Chennai, Hyderabad, Ahmedabadzie i Kalkucie. Podstawową funkcją CARE jest przeprowadzanie ratingów instrumentów dłużnych, ocena zdolności kredytowej, ocena pożyczek, ocena ładu korporacyjnego, zdolności płatnicze zakładów ubezpieczeń itp. Ocenia ona również podmioty realizujące duże usługi budowlane, a nawet kursy prowadzone przez instytucje szkoleniowe. Agencja ta potrafi także dokonywać oceny ratingowej rządów stanowych, a nawet poszczególnych organów gminnych czy też prowadzonych przez te gminy przedsiębiorstw użyteczności publicznej i ich spółek celowych.

Dział Informacji i Doradztwa CARE przygotowuje rating kredytowy i raporty na żądanie od partnerów biznesowych, banków i innych podmiotów finansowych. Prowadzi również badania sektorowe i zapewnia niezbędne porady dotyczące wyceny, restrukturyzacji finansowej i systemów oceny kredytowej. CARE prowadzi szeroko zakrojone badania i ocenia MŚP na podstawie ich kondycji finansowej. Oceny te są przyznawane na 8 poziomach, na których MSP CARE 1 oznacza doskonałą kondycję finansową przy znikomym ryzyku, a pozycja 8 w rankingu CARE SME oznacza najniższą jakość kredytową i najwyższe ryzyko kredytowe.

³⁴ Agencja oceniła ponad 5500 MŚP w Indiach i wydała ponad 10 000 ocen o różnych aspektach działalności ogółem.

Agencja ratingowa ICRA

Agencja została pierwotnie nazwana Agencją Informacji Inwestycyjnej i Ratingu Kredytowego. Została założona w 1991 r.³⁵ Była to spółka joint venture Moody's i indyjskich instytucji finansowych i bankowych. Została przemianowana na ICRA Limited i jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Bombaju oraz na Krajowej Giełdzie Papierów Wartościowych. Od kwietnia 2007 r. ICRA, już jako niezależna, profesjonalna korporacyjna agencja ratingowa, ma swoją główną siedzibę w Gurugram w stanie Haryana.

ICRA wyjątkowo wnikliwie sprawdza ocenę ładu korporacyjnego, sprawdza wiarygodność informacji podawanych w prospektach emisyjnych. Duży nacisk kładziony jest na nieformalne powiązania wewnątrz spółek, jeśli miałyby wpływ na dostępność informacji poufnych. Wnikliwie także omawia i uwiarygadnia ocenę wszelkiego typu wyników w spółkach. Specyficznym jej zadaniem jest rating dla funduszy inwestycyjnych, szpitali komercyjnych oraz firm budowlanych i pośrednictwa nieruchomości. Aby zaspokoić potrzeby klientów, wyspecjalizowany zespół specjalistów opracował liniową skalę dla szeregu sektorów, co pomaga agencji łatwo porównywać wskaźniki. Oceny ICRA są wykorzystywane najczęściej do analizy ogólnego i sektorowego ryzyka kredytowego w Indiach. Ze względu na swoje specyficzne badania i klasyfikacje bardziej jest wykorzystywana przez podmioty indyjskie, dlatego też czasem podaje się, iż nie obsługuje międzynarodowych firm i organizacji. Nie jest to jednak zasada.

Agencja ratingowa SMERA

SMERA jest specjalistyczną agencją do ratingu w małych i średnich przedsiębiorstwach. Ta indyjska agencja ratingowa jest jedną z nielicznych agencji, która nadal działa wyłącznie w sektorze, dla którego została utworzona (tj. w mikro, małych i średnich przedsiębiorstwach). Agencja SMERA została założona w 2005 r. przez Small Industries Deve-

³⁵ Pierwotnie była to instytucja zajmująca się inwestycjami oraz instytucjami kredytowymi i doradczymi.

lopment Bank of India (SIDBI), Dun and Bradstreet Information Services India Private Limited (D&B) oraz różne publiczne, prywatne sektory i inne banki MNC w Indiach. Agencja ma swoją siedzibę w Bombaju. Choć SMERA została zarejestrowana w SEBI jako agencja ratingowa w 2005 r., to specjalną akredytację przeszła znacznie później, gdyż akredytowana została przez Reserve Bank of India (dalej RBI) dopiero roku 2012. Jest to zewnętrzna instytucja oceny w zakresie spełniania standardów działalności akredytacyjnej. SMERA ocenia i klasyfikuje, wskazując pośrednio na opcjonalne dla ryzyka oprocentowanie kredytów bankowych. Aby opracować takie prognozy, działa zgodnie z wytycznymi tzw. Baz ryzyka zarówno własnymi, jak i zewnętrznymi, ustalonymi przez inne podmioty. Szczególnie przydatne dla inwestorów z Europy są specjalistyczne klasyfikacje różnych instrumentów, które zachodzić mogą w podmiocie, z którym planujemy współpracę. W szczególności ratingi i klasyfikacje są wykonywane przez SMERA, gdy ocena dotyczy takich inwestycji, jak nowa oferta publiczna, wszelkie emisje obligacji, czy różnorodnych papierów komercyjnych. W SMERA dokonuje się także ratingu na wystawianie pojedynczych papierów wartościowych, np. typu weksle, przekazywanie depozytu, czy też typowe dla Indii nadzorowanie wpływu na zabezpieczenie itp.

SMERA była pionierem w zakresie oceny MŚP w Indiach i do tej pory oceniła ponad 38 000 przedsiębiorstw. Instytucje finansowe wysoko oceniają oceny SMERA przed zatwierdzeniem lub pożyczaniem funduszy.

Agencja Ratingowa ONICRA

Agencja ratingowa ONICRA jest prywatną³⁶ agencją ratingową założoną w 1995 r. w ramach grupy ONIDA Finance³⁷. Jej główna siedziba znajduje się w Gurugram, Haryana. Agencja wykonuje na zlecenie określonej grupy podmiotów ratingi kredytowe, przeprowadza wyspecjalizowane oceny ryzyka i zapewnia możliwość opracowania rozwiązań analitycznych dla osób fizycznych i mniejszych przedsiębiorstw.

³⁶ Przez Sonu Mirchandani.

³⁷ ONIDA to nazwa dla związku instytucji finansowych, których owocem jest m.in. w/w agencja, Ramesh Singh Indian Economy E book <https://books.google.pl/books//>, [dostęp: 3.05.2018].

Rozwiązania oferowane przez agencję pomagają organizacjom finansowym podejmować świadome decyzje dotyczące pożyczania funduszy osobom fizycznym i innym organizacjom. Agencja posiada szczególnie wysokie doświadczenie w ocenie różnych aspektów gospodarczych zachodzących w środowisku mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Jest to jedna z niewielu agencji licencjonowanych przez National Small Industries Corporation (NSIC) dla oceny MŚP. Agencja ta zapewnia również jedne z najlepszych na rynku indyjskim usług klasyfikacji w zakresie wiedzy i know-how. Obejmują one wyjątkowo szeroki zakres, np. klasyfikację wykształcenia, klasyfikację zdrowotną, klasyfikację w umiejętności wykorzystania energii słonecznej i szereg innych nieznanych w Europie klasyfikacji. Wykonuje szeroki zakres zadań, takich jak księgowość, finanse, analityka, relacje z klientami i zarządzanie back-end. Ponad 2500 małych i średnich przedsiębiorstw zostało ocenionych kompleksowo przez ONICTRE (jeszcze więcej w wąskich tematach).

Agencja ratingowa FITCH Indie

Jest to spółka w 100% zależna od Fitch Group. FINCH Ind-Ra obejmuje emitentów korporacyjnych, instytucje finansowe, banki, firmy ubezpieczeniowe, miejskie organy lokalne, strukturyzowane finanse i finansowanie projektów. Fitch's Ind-Ra ma główną siedzibę w Bombaju i ma oddziały w Ahmedabad, Bangalore, Chennai, Delhi, Hyderabad i Kalkucie. Ind-Ra jest uznawany przez wszystkie Indyjskie podmioty akredytujące, w szczególności przez Securities and Exchange Board of India, National Housing Bank i Reserve Bank of India³⁸.

Agencja ta najczęściej wykonuje generalne oceny sytuacji gospodarczej i politycznej w Indiach, czasem też szczegółowe badania sektorowe, ale także ogólnindyjskie. Dawniej także zdarzało się, że agencja FITCH Indie wykonywała zlecenia od rządów lokalnych w Indiach do ratingu stanowego. Uważa się, iż jest to agencja o najwyższych standardach w rozumieniu globalnym, co znaczy, że zawsze zapewnia terminowe,

³⁸ Warto tu przypomnieć, iż agencja Fitch jest znaczącym dostawcą usług finansowych i agencją ratingową działającą w ponad 30 krajach na całym świecie. Sprawdza zdolności kredytowe światowych liderów we wszystkich branżach.

dokładne i szybkie opinie, szczególnie zaś co do emisji obligacji i kredytowania. Nie posiada jednak takich specjalizacji jak wcześniej wymienione agencje.

3.3. Proces reformowania agencji ratingowych w Indiach³⁹

Ważniejsze reformy w zakresie agencji ratingowych w Indiach podjęto już w latach 90. Były one najpierw ukierunkowane na przejrzystość i ograniczanie konfliktów interesów. Prawodawcy w Indiach od dawna dostrzegali problem, iż liczne funkcje agencji ratingowych realizowane są w modelu „emitent płaci”. To sprawiało, że były one zawsze w pewien sposób zależne od emitentów, gdyż zdarzało się, iż oceniały one niektóre z instrumentów finansowych służących do spłaty swoich opłat, mimo iż ich główną rolą na rynku było i jest służenie inwestorom. Pomimo uwag krytycznych, do 2000 r. brak było zdecydowanych działań prawodawcy i instytucji regulacyjnych do realizacji tego celu. Proces kreowania przejrzystości w ratingu został jednak podjęty niejako ubocznie⁴⁰. Pojawił się on w ramach reformowania całego systemu ochrony inwestorów w Indiach. Wpierw wyliczono w nim ważniejsze sfery, gdzie jest możliwość jakichkolwiek konfliktów lub co pogłębia takie sytuacje. Tu wykryto szereg blokad organizacyjno-prawnych w całej sferze finansów. (Ze względu na ograniczony temat analiz zostaną one tu pominięte).

W zakresie badanego wycinka, jakim był rating, dostrzeżono także kilka istotnych wad systemowych. Do ważniejszych należało tu ustalenie, iż agencje ratingowe i ich pracownicy zazwyczaj mają zbyt długie relacje z emitentami. Stan taki wynikał z niewielkiej liczby agencji ratingowych, czego skutkiem była mała konkurencja w tej branży. Stwierdzono ponadto, iż pewne konstrukcje umów miały charakter szczególnie sprzyjający patologii w ocenianiu. W ten sposób na bazie szeregu w/w spostrzeżeń opracowano kilka raportów.

³⁹ Na podstawie raportu ShreyaPrakash Ocena prawa agencji ratingowych w Indiach. Pełny raport można znaleźć na stronie: <https://vidhilegalpolicy.in/reports-1/2017/7/31/regulation-of-credit-rating-agencies-in-india>, [dostęp: 1.05.2018].

⁴⁰ W ten sposób był jednak częścią innej znacznie szerszej reformy.

W dokumentach raportowych w pierwszej kolejności zalecano, aby organ nadzorujący rating finansowy (SEBI) opracował i promował przyjęcie prokonkurencyjnych modeli wynagrodzeń dla agencji ratingowych. Ponadto organ SEBI powinien opracować regulacje wymuszające lub przynajmniej promujące rotację pracowników agencji ratingowych w odniesieniu do tego samego emitenta, tak aby długotrwałe osobiste relacje nie utrudniały niezależności jednostek.

Duży nacisk położono na umowy z tzw. *prewencyjnym zamawianiem ocen*. Polegają one na wykupywaniu kilku usług ratingowych równocześnie u różnych agencji. Następnie podmiot zamawiający publikuje jedynie najlepszą, pomijając informacje od pozostałych. Warto też dodać, iż w tak skonstruowanej umowie zleceńodawca płacił tylko jeden raz, a agencja ratingowa ujawniała jedynie najwyższą ocenę.

Od 2001 r. SEBI wielokrotnie podejmowało szeroko zakrojone działania w celu zwalczania ww. zakupów ratingowych. Efektem reform SEBI było ostatecznie wprowadzenie zasady, iż Indyjskie agencje ratingowe zostały zobowiązane do podpisywania umów, tylko gdy będą oceniały papiery wartościowe w całym okresie trwania danego instrumentu finansowego. Zapobiega to sytuacji, że negatywne informacje prowadzą do wycofywania zamówienia lub wpływają na złagodzenie niektórych cen⁴¹.

W sprawozdaniu z 2010 r. organ SEBI wprowadził zalecenie przyjęcia przez podmioty publiczne, niekiedy też gospodarcze, bardziej zrównoważonego podejścia do ocen agencji ratingowych. W związku z tym w następnym roku SEBI rozpoczął proces regulacyjnego ograniczania nakazów obligatoryjnego ratingu jako podstawy do emisji instrumentów finansowych. Takie etapowe wycofanie się z ratingów ma umożliwić wprowadzanie innych instrumentów weryfikacji ryzyka w obrocie finansowym. Ograniczenie presji ratingowej zaowocowało już w Indiach kreacją licznych nowatorskich konstrukcji, które oceniają instrumenty finansowe zdecydowanie wnikliwiej, np. **poprzez sztuczną inteligencję**. W chwili obecnej po w/w zmianach oczekuje się jeszcze większej liczby sytuacji, w których wstępne oszacowania

⁴¹ Zasada ta ma jednak pewne z wyjątki w zakresie specjalnych okoliczności, których opis tu pomijamy.

ratingowe będą jedynie rozwiązaniem fakultatywnym. Zamiast całkowicie zakazywać wszystkich złożonych etycznie ocen postanowiono je zmarginalizować. Ponadto SEBI rozpoczęło proces tworzenia platformy internetowej prezentującej wszelkie oceny z wszystkich wystawionych ratingów. Podsumowując, można stwierdzić, iż całość ww. działań wdrożono już w 2015 r., co znacząco zmniejszyło patologiczne tłumienie niekorzystnych ocen.

Proces reform nie jest jednak zakończony, gdyż ciągle podkreśla się, iż brak jest rygorystycznych administracyjnych procedur zwiększających odpowiedzialność agencji za oceny wobec inwestorów. Aby ułatwić to zadanie, wprowadzono szereg rozwiązań ułatwiających poszkodowanym inwestorom zgłaszanie skarg do różnych organów nadzorczych nad rynkiem finansowym, a w szczególności do SEBI. Uważa się, iż szybsze dostarczanie informacji do SEBI, na podstawie których organ ten będzie mógł prowadzić dochodzenia w sprawie nieprawidłowości w funkcjonowaniu agencji ratingowych, przełoży się na skuteczniejsze działania w stosownych przypadkach. Aby zachęcić inwestorów do zgłoszeń wszelkich naruszeń, planuje się, iż w drodze administracyjnej będą nakładane nie tylko kary, ale także wydawane będą decyzje o rekompensatach⁴² dla poszkodowanych inwestorów. W ramach reformowania rynku ratingów w Indiach rozszerzono także całość nadzoru. Należy tu przypomnieć, iż SEBI pierwotnie regulował⁴³ tylko te działania ratingowe agencji, które są bezpośrednio związane z rynkiem papierów wartościowych. Jednak w ostatnich latach agencje ratingowe zaczęły oceniać wiele różnych instrumentów i podmiotów pośrednio związanych z sektorem finansowym. Ponadto różnice w no-

⁴² W materiałach specjalnych Komisji Parlamentarnych wskazuje się, iż SEBI powinien również rozważyć w pierw opracowanie, a następnie włączenie przepisu, który zobowiązuje agencje ratingowe do rekompensowania inwestorom wszelkich strat poniesionych przez nich w wyniku niedbałego lub oszukańczego ratingu.

⁴³ Należy tu wskazać iż SEBI próbował rozszerzyć swój nadzór na te działania ratingowe za pomocą okólnika. Jednakże rozporządzenia, na podstawie których wydano okólnik, mają zastosowanie wyłącznie do ratingu papierów wartościowych, a ogólne uprawnienia SEBI do wydawania okólników powinny zawsze mieć na celu promowanie uczciwego rozwoju rynku papierów wartościowych. Stąd też ostatecznie stwierdzono, iż okólniki SEBI nie mogą być stosowane w tak szerokim zakresie.

wych instrumentach nadal jedynie częściowo są uwzględniane przy dokonywaniu regulacji dla agencji ratingowych.

W ramach reformy ratingu należy wskazać także reformy etyczne. W Indiach, podobnie jak w USA, zawsze duży nacisk kładziony był i jest na samodzielne kodeksy etyczne i własne regulacje ograniczające ryzyka⁴⁴.

Kolejny temat w dyskusjach nad prawem regulującym działalność instytucji ratingowych w Indiach stanowi kwestia, kogo uznać za eksperta i jaka jest ranga oświadczeń, które składa w dokumentach.

Sekcja 2 (38) indyjskiej ustawy o spółkach z 2013 r. zawiera ogólną definicję eksperta, która obejmuje „inżyniera, rzeczoznawcę, biegłego rewidenta, sekretarza spółki, księgowego i każdą inną osobę, która jest uprawniona lub upoważniona do wydawania zaświadczenia zgodnie z obowiązującym prawem na obecną chwilę”. Ponieważ taka nowa ocena ekspertów agencji ratingowych musi być obowiązkowo włączona do prospektu emisyjnego lub dokumentu oferty w odniesieniu do każdego zabezpieczenia dłużnego lub przed jakimkolwiek wykazem takich papierów wartościowych, można uznać, że jest to objęte zakresem w/w sekcji.

Nie jest jednak jasne, czy ocena ratingowa agencji ratingowych w dokumencie ofertowym albo zupełnie niezwiązanym ze spółkami stanowi oświadczenie. Ponieważ ocena jest nie tylko stwierdzeniem faktu, i zawiera jedynie ocenę, można argumentować, że ocena nie jest w ogóle oświadczeniem i nie jest objęta zakresem tej sekcji, co oznacza, iż ocenę może opracować inna osoba niż ekspert. Jednak prawnicy i inni komentatorzy giełdowi twierdzą, że reprezentacja pewnej wiary lub oczekiwania co do rozwoju spółki może również stanowić pewien pogląd oparty na bazie faktów, a zatem ratingi kredytowe powinny być uznane jako oświadczenia, z których wynika odpowiedzialność prawna. Takie ujęcie powoduje znacznie dokładniejsze wyjaśnienia co do statusu ekspertów i innych dotyczących stosowania w/w przepisu przez władze agencji ratingowych. Na większą skalę zaś zaczęto edukować potencjal-

⁴⁴ M. Hemraj, *Credit Rating Agencies: Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law*, Brimingham 2015, s. 89–91.

nych inwestorów o możliwości wykorzystania tego mechanizmu⁴⁵ do sprawdzania kwalifikacji ekspertów ratingowych.

Kolejnym obszarem poprawiania jakości usług agencji ratingowych jest bardziej rygorystyczne przestrzeganie szeroko rozumianego prawa konkurencji. Aby to zapewnić, SEBI rozpoczęła realizację tego zadania dwuetapowo. Wpierw przez akcję przypominania o szeregu obowiązków wynikających z tego prawa lub poprzez naświetlanie niektórych precedensów. Następnie przez konkretne działania sankcjonujące, które są konieczne do likwidacji naruszeń, ale też prewencyjnego zapobiegania nieuczciwej konkurencji. Poniżej zaprezentowano kilka takich przykładów:

- Agencje ratingowe nie mogą stosować nieuczciwej konkurencji, np. poprzez nakłanianie do zerwania wcześniejszych umów, ani też w żaden inny sposób odciągać klientów od agencji ratingowych, z którymi już współpracują. W szczególności poprzez obietnice i zapewnianie o wyższych ratingach.
- Agencje ratingowe mają obowiązek ujawniania wszystkich swoich ocen, nawet jeśli nie są akceptowane przez klienta. Wymóg ten dotyczy w równym stopniu kwestii niepublicznych. Wskazuje się też, aby to były istotne szczegóły w zakresie ujawniania. Taki raport musi zawierać co najmniej: nazwę emitenta, nazwę/rodzaj instrumentu, wielkość emisji, rating i bardzo precyzyjnie przypisane perspektywy dla tej instytucji.

Ponadto SEBI wprowadził wytyczne dotyczące zakresu i sposobu upewnienia ratingów.

W szczególności powinno ono być: ustandaryzowane tak, aby istniała większa porównywalność ocen dla tych samych produktów. Aby to zadanie lepiej zrealizować, SEBI kładzie nacisk na tworzenie wspólnej platformy informacyjnej dla wszystkich ratingów, w pierwszej kolejności dla papierów wartościowych, które mają być tam wyświetlane.

Do czasu aż w/w platforma nie powstanie, SEBI zobowiązało emitentów do ujawniania wszystkich ocen w podobny sposób i w podobnym miejscu, zastępczo na własnej stronie internetowej emitenta, a także

⁴⁵ Cytat pochodzi z aktu: *Securities and Exchange Board of India (Issue and Listing of Debt Securities) Regulations*, 2008, reg 4, 20; *Companies Act*, 2013, sec 35, 36. Pobrano ze strony: www.vidhilegalpolicy.in, [dostęp: 1.05.2018].

w stałym miejscu dla prezentacji całości ratingów wykonywanych u danego przedsiębiorcy.

Warto podkreślić, iż organy nadzorcze w UE, tak jak i w Indiach, korzystają z doświadczeń z rynku ocen ratingowych o najwyższym poziomie oceny, jakim są Stany Zjednoczone Ameryki⁴⁶. W praktyce obszary wdrożeń są jednak nadal jedynie częściowe, ale w przypadku Indii wiele jest własnych oryginalnych rozwiązań.

Do takich typowo Indyjskich rozwiązań należą cechy nowego mechanizmu odszkodowania⁴⁷. W Indiach, w odróżnieniu od UE, będą jednak od 2019 r. obejmować znacznie wrażliwsze obszary, np. będzie tam:

- Nowa identyfikacja naruszeń. Wskazano tu, iż należy określić konkretne naruszenia obowiązków, które mogą prowadzić do wypłaty odszkodowania. Powinny one być jednak bezpośrednio powiązane z działalnością samego ratingu, tak aby nie nakładać znaczących zobowiązań wyrównawczych w przypadku naruszenia jakiegokolwiek przepisu.
- Prostsza identyfikacja winy bezpośredniej SEBI wskazała sytuacje, gdzie powinna istnieć jasność co do tego, czy agencja ratingowa będzie mogła popełnić dane naruszenie z zamiarem bezpośrednim, czy też wystarczy tu jedynie zaniedbanie⁴⁸.
- Łatwiejsza identyfikacja ciężaru dowodu. SEBI określiła katalog nagannych sytuacji agencji ratingowej, jakie musieliby pozyskać inwestorzy, aby wykazać naruszenie. Sugeruje się tu pewną prostotę

⁴⁶ Tutaj częściej cytowany jest *United States, the Dodd-Frank Act. Matthias Lehmann, Civil liability of rating agencies – an insipid sprout from Brussels* (2016) 11(1) „Capital Markets Law Journal”, 69; Dodd Frank Act, sec 939G; Securities Act 1933, sec 11; Gretchen Morgenson, ‘Hey, S.E.C., That Escape Hatch Is Still Open’ *The New York Times* (New York, 6 March 2011) BU1; Securities and Exchange Board of India (Intermediaries) Regulations, 2008, reg 27 read with CRA regulations, reg 34.

⁴⁷ Obecnie agencja ratingowa może powoływać się na ograniczenie odpowiedzialności na podstawie co najmniej kilku szeroko interpretowanych sytuacji, np.: rating ustalono zgodnie z postanowieniami umowy między inwestorem a agencją ratingową; nieoczekiwane i nietypowe zastosowania ratingu przez zamawiającego; brak obiektywnej przewidywalności strat, jakie powstały u zamawiającego rating; brak jakiegokolwiek możliwości ubezpieczenia od nadzwyczajnej szkody.

⁴⁸ Wskazuje się tu jednak, iż precyzyjne ustalenie zamiaru w takich przypadkach będzie wyjątkowo trudne. A to nie stanowiłoby wystarczającej kontroli bezprawnych działań agencji ratingowych.

tę w sposobach pozyskiwania takich dowodów, tak aby inwestorzy nie musieli produkować kosztownych lub czasochłonnych materiałów lub pozyskiwać takie, do których nie mogą mieć dostępu. SEBI określiła czytelniej i znacznie szerzej, jakie warunki muszą spełnić inwestorzy, aby móc ubiegać się o rekompensatę.

- Zawarto też tu określenie limitów odpowiedzialności agencji ratingowych. Kwota rekompensaty, którą agencje ratingowe musiałyby zapłacić w przypadku naruszenia przepisów, może zostać jednak ograniczona na podstawie nadzwyczajnej nieprzewidywalności szkody. Zazwyczaj, określając przewidywalność dla agencji ratingowych, sądy ustalają, czy straty można było „rozsądnie przewidzieć”⁴⁹.

4. Wnioski końcowe

W niniejszej publikacji w szczególności naświetlono rolę ratingu. Wskazano, iż agencje ratingowe wystawiają opinie, które pomagają ograniczyć rozbieżność informacji o określonym przedsiębiorcy. Szczególnie jest to istotne wśród kredytobiorców, kredytodawców i innych uczestników rynku. Ratingi kredytowe to ważne narzędzie na rynkach akcji i obligacji, ponieważ zawierają informacje dla inwestorów i uczestników rynku, a niekiedy nawet zastępują badanie *due diligence* przeprowadzane przez inwestorów⁵⁰.

Następnie naświetlono ewolucję prawa ratingów w UE i Indiach. Ukazano kilka specyficznych dla Indii agencji wraz z przeglądem ich działalności klasyfikacyjnej. Ostatecznie w każdym z ww. tematów ukazano zalecenia dotyczące poprawy regulacji agencji ratingowych w UE, a potem Indiach.

Na podstawie całości analiz można stwierdzić, iż istnieją pewne systemowe wady związane z działalnością instytucji ratingowych. Zarówno w organie UE, jak i w Indyjskim SEBI wspomniano o podobnych

⁴⁹ Na podst.: *Credit Rating Agencies (CivilLiability) Regulations*, 2013, reg 12. Cytuję za: S. Prakash, A. Ayochil, S. Garg, *Regulations of Credit Rating Agencies in India*, oficjalna strona www.vidhilegalpolicy.in s. 24–25, [dostęp: 2.05 2018].

⁵⁰ Na podst. Raportu specjalnego, s. 9–11.

wadach, z tym że ciężar gatunkowy dalej wyliczanych wad już był różny. W szczególności należy wskazać, iż:

1. Brak jest systemowej regulacji działalności ratingowej, a rating papierów wartościowych jest nadal tylko częściowo uregulowany.
2. Prawodawcy nadal nie zapobiegają możliwości automatycznego uznawania oceny ratingowej jako wzorcowej.
3. Zbyt często sporządzanie raportów ratingowych następuje na podstawie danych z przeszłości.
4. Niewłaściwy jest też wybór kryteriów użytych w analizie lub też przypisywana im jest nie zawsze stosowna waga.
5. Oceny mogą być nieobiektywne, np. obciążone indywidualną wizją eksperta dokonującego pomiaru ryzyka kryteriów niemierzalnych (subiektywnych).
6. Negatywna ocena agencji ratingowych, może mieć charakter samospełniającej się przepowiedni.
7. Uważa się, iż agencje ratingowe, udzielające emitentom tzw. kapitału referencyjnego, mają zbyt znaczący wpływ na krajowe decyzje inwestycyjne⁵¹.
8. Wadą systemową jest też powszechny brak dopuszczenia do alternatywnej oceny ryzyka kredytowego (w ten sposób, co podawaliśmy już wyżej, pośrednio promowana jest automatyczna zależność od ratingów).
9. Konieczne jest też na bieżąco sprawdzanie przez organy nadzoru systemów postępowania na wypadek konfliktu interesów, w szczególności w odniesieniu do działalności handlowej (np. sprawdzanie powiązań osobistych analityków ratingowych i ich nawet pośredniej inwestycji w papiery wartościowe).

Można także wskazać na specyficzne postulaty indyjskiego organu nadzoru (SEBI). W ramach postulatów, które podnosił organ SEBI, wskazane jest wdrożenie specjalnego narzędzia informatycznego, które usprawniłoby szybszą wymianę wiedzy o wszystkich wykonywanych ocenach. Ekspert z SEBI planują także badać wszystkie ważne aspekty

⁵¹ M. Burzyńska wskazuje, iż agencje ratingowe stały się podmiotami czynnymi norm ostrożnościowych, czyli takimi, które przez wykonywanie przypisanych im ustawowo zadań wspierają, uzupełniają lub wzmacniają nadzór. Agencje ratingowe zyskały rangę bliską prawodawczej, bowiem nadana przez nich ocena stanowi treść normy ostrożnościowej, op.cit., s. 8.

projektowania i wdrażania nieobjętych dotychczas analizą metod stosowanych przez agencje ratingowe.

W ostatnim czasie postuluje⁵² się także, aby agencje ratingowe nie świadczyły jakichkolwiek usług doradczych, niezwiązanych z ratingiem swoim klientom, nawet kosztem obniżonych zysków. Można również zbadać model stałej opłaty operacyjnej, eliminując w ten sposób zachęty, aby być „najtańszym oferentem” o obniżonej jakości. Znakomite oceny i nagłe obniżki ratingów muszą podlegać większemu nadzorowi. Podobnie jak w przypadku audytorów, przedsiębiorstwa powinny regularnie zmieniać⁵³ agencje ratingowe.

Model „emitent płaci” musi zostać zmieniony na model „inwestor płaci”, a opłaty reguluje regulator rynku. Najnowsza propozycja SEBI⁵⁴ (Indyjskiego Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych i Giełd) z 19 maja 2018 r. dotyczy regulacji dotyczących limitów własności w agencjach ratingowych. Z tym że zostaną one wprowadzone po uwzględnieniu opinii wszystkich zainteresowanych stron.

Z tego katalogu ofert korygujących szczególnie należy podkreślić, iż w prawie UE istnieje jeszcze jeden instrument, który jest możliwy do adaptacji w Polsce w korygowaniu działalności agencji ratingowych, a który istnieje także w ogólnych normach praw w Indiach. Instrumentem tym może być roszczenie o informacje od organu naruszającego. Zostało ono uregulowane w prawie polskim, ale jedynie w zakresie prywatnoprawnych postępowań o odszkodowania za naruszenie UOKiK⁵⁵).

⁵² Pogląd przedstawiony w materiale dyskusyjnym w The Hindu przez F. Varun Gandhi *The ratings illusion*, który jest posłem do parlamentu, reprezentującym okręg Sultanpur Indie; 2.15.2018, <http://www.thehindu.com/opinion/op-ed/the-ratings-illusion/article22755>, [dostęp: 28.04.2018].

⁵³ Na przykład niektórzy eksperci z SEBI twierdzą, że agencje ratingowe powinny zapewnić emitentom jedynie minimalne wymagane ratingi, aby ich prospekty emisyjne były ważne, ale już są niepotrzebne, aby utrzymać długoterminowe relacje. Taki mechanizm zwiększyłby odpowiedzialność agencji ratingowych i poprawiłby ich funkcjonowanie. Ponadto, jeśli zostanie to ściśle dostosowane, nie wpłynie negatywnie na działalność agencji ratingowych.

⁵⁴ Times of India, Ratings, <https://timesofindia.indiatimes.com/topic/Ratings>, [dostęp: 26.06.2018].

⁵⁵ Szerzej instytucje warte adaptacji do prawa polskiego opisuje J. Olszewski, *Obowiązki informacyjne związane z roszczeniem o odszkodowanie za szkody wyrządzone*

Summary

INSTITUTIONS FOR RATING CLASSIFICATION IN THE EUROPEAN UNION AND IN INDIA. TWO WAYS TO REFORM

The three basic objectives of this study are, in principle, to show the role and importance of rating agencies in financial markets so as to generally approach the problem of this specific institution. The second goal is to present solutions against a historical background, with an emphasis on the reform process that was introduced after the 2008/09 crisis in EU.

The last goal is to show rating agencies and their evolution in India. The agencies currently operating in India were discussed. Subsequently, the specificity of reforms in this country was described. The conclusions that will appear in the end of this paper will consist of the presentation of *de lege ferenda* conclusions regarding rating agencies' reforms.

Key words: rating, investment, financial supervision, investment in india, securities, right to information, india rating agencies, safety of investment, stock exchange law comparative law, eu law, india law

Rozdział III

Japoński i unijny model polityki zielonych zamówień publicznych – ujęcie komparatystyczne

RAJMUND STAPIŃSKI*

1. Wstęp

Dynamika zmian klimatycznych, a także częstotliwość występowania nienaturalnych zjawisk atmosferycznych oraz chorób cywilizacyjnych unaocznia konsekwencje niezrównoważonego rozwoju cywilizacyjnego. Jego skutki, a także wzrost świadomości społeczeństw doprowadził do powołania szeregu instytucji skupiających swe działania wokół ochrony środowiska naturalnego. Efekt ich prac stanowi szereg obecnie obowiązujących programów, wytycznych, projektów, porozumień o współpracy czy aktów prawa międzynarodowego różnego szczebla, nakierowanych na osiągnięcie jednego celu – zmniejszenia negatywnego oddziaływania działalności ludzkiej na środowisko. Faktyczna skuteczność programów i umów międzynarodowych w zakresie wywodzących się z nich norm i standardów międzynarodowych jest ściśle powiązana z praktycznymi możliwościami ich adresatów, które z uwagi na zróżnicowanie w ich rozwoju ekonomicznym, społecznym, kulturowym i technologicznym, są zasadniczo znaczące. Zgodnie z zasadą wspólnej odpowiedzialności państwa rozwinięte poprzez współdziałanie i pomoc swoim partnerom powinny współuczestniczyć w realizowanych przez nich działaniach prośrodowiskowych¹. Wskazywana partycypacja może przybierać zarówno

* Uniwersytet Rzeszowski.

¹ A. Lisowska, *Ochrona środowiska*, [w:] *Organizacje międzynarodowe w działaniu*, A. Florczak, A. Lisowska (red.), Wrocław 2014, s. 175–176.