

January 2024

The Civil Liability of Credit Rating Agencies between Reality and Aspiration: A comparative analytical study of the European and American Legislations

Dr. Ahmed Qasim Farah
University of Sharjah, UAE, afarah@sharjah.ac.ae

Follow this and additional works at: https://scholarworks.uaeu.ac.ae/sharia_and_law



Part of the [Commercial Law Commons](#)

Recommended Citation

Farah, Dr. Ahmed Qasim (2024) "The Civil Liability of Credit Rating Agencies between Reality and Aspiration: A comparative analytical study of the European and American Legislations," *UAEU Law Journal*: Vol. 2024: No. 98, Article 5.

Available at: https://scholarworks.uaeu.ac.ae/sharia_and_law/vol2024/iss98/5

This Article is brought to you for free and open access by Scholarworks@UAEU. It has been accepted for inclusion in UAEU Law Journal by an authorized editor of Scholarworks@UAEU. For more information, please contact sljournal@uaeu.ac.ae.

The Civil Liability of Credit Rating Agencies between Reality and Aspiration: A comparative analytical study of the European and American Legislations

Cover Page Footnote

Dr. Ahmad Qasim Farah Associate Professor of Commercial Law College of Law, University of Sharjah
afarah@sharjah.ac.ae



The Civil Liability of Credit Rating Agencies between Reality and Aspiration: A comparative analytical study of the European and American Legislations –

Dr. Ahmad Qasim Farah

Associate Professor of Commercial Law

College of Law, University of Sharjah

afarah@sharjah.ac.ae

Abstract:

Credit Rating Agencies are private commercial companies that rate creditworthiness of Countries and companies that issue debt instruments. These ratings enable the investors to assess the level of risk of default of payment by the issuers or to evaluate the risks associated to a specific financial instrument. Thus, they play a vital role in the global economy, and they are the first entities to be accused when a financial crisis strikes. The importance of their role prompted the European and American legislators to take the initiative to regulate their activities in the wake of the global financial crisis of 2008. However, the efficiency of the applied legislations in establishing integrated civil liability for these Agencies still in doubt and constitutes the main problematic of this study, especially with the absence of unified regional or international rules that govern and outline this responsibility. Many questions arise out of this problematic: it raises the question about the adequacy of national and regional civil liability rules in obligating Credit Rating Agencies to compensate the damages caused to investors or issuers as a result of wrong ratings. What are the obstacles to the civil liability of Credit Rating Agencies in light of the current legislations?

* Received on 13/11/2021, and approved for publication on 21/12/2021.

What are the possible ways to establish an effective civil liability model at the national and international levels? The study aims to answer these questions by relying on the descriptive and analytical methodology, in addition to the comparative method. To achieve this goal, the study will be divided into two sections: the first one will examine the current challenges of civil liability of Credit Rating Agencies, while the second section will suggest possible solutions to activate the civil liability of these Agencies.

Key words: Credit Rating Agencies, Credit Rating Grades, Solvency, Debt instruments, Credit risk, Civil liability, Issuers, Investor.



المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني بين الواقع والمأمول - دراسة تحليلية مقارنة في التشريعين الأوروبي والأمريكي - *

د. أحمد قاسم فرح

أستاذ القانون التجاري المشارك-كلية القانون - جامعة الشارقة

afarah@sharjah.ac.ae

ملخص البحث

تُعد وكالات التصنيف الائتماني شركات تجارية خاصة تقوم بإصدار تقييمات للجدارة الائتمانية للدول والشركات التي تُصدر أدوات الدين بحيث تُتيح للمستثمر تقييم مستوى مخاطر عدم الوفاء من قبلها، أو المخاطر المرتبطة بأداة مالية معينة. وبذلك تلعب وكالات التصنيف دوراً محورياً في الاقتصاد العالمي، بحيث كانت وما زالت أول من تتوجه لها أصحاب الاتهام في الأزمات المالية. وقد بادر المشرعان الأوروبي والأمريكي بتنظيم أنشطتها على أعقاب الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. وتتمحور إشكالية الدراسة في بيان مدى فاعلية هذه التشريعات كنموذج في إرساء مسؤولية مدنية عن الأضرار التي تنجم عن التصنيفات الخاطئة أو المضللة الصادرة عن هذه الوكالات، وفيما إذا كان هنالك حلولاً من شأنها توحيد قواعد المسؤولية على المستوى الدولي. وتتفرع عن هذه الإشكالية تساؤلات عديدة؛ إذ يُثار التساؤل حول مدى كفاية قواعد المسؤولية المدنية في التشريعات الوطنية والإقليمية المختلفة في إلزام وكالات التصنيف الائتماني بالتعويض عن الأضرار التي لحقت بالمستثمرين أو بالجهات المُصدرة نتيجة التصنيفات الخاطئة. وما هي المعوقات الراهنة للمسؤولية المدنية لوكالات

* استلم بتاريخ ١٣/١١/٢٠٢١، وأجيز للنشر بتاريخ ٢١/١٢/٢٠٢١.



التصنيف الائتماني في ظل التشريعات الحالية؟ وما هي السبل الممكنة لإرساء نموذج مساءلة مدنية فاعل على الصعيدين الوطني والدولي؟ تهدف الدراسة إلى الإجابة عن هذه التساؤلات بالاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي، بالإضافة إلى المنهج المقارن. وفي سبيل ذلك، ستقسم الدراسة إلى مبحثين اثنين، يُخصّص المبحث الأول منها للوقوف على التحديات الراهنة للمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، ونعمل في المبحث الثاني على اقتراح الحلول الممكنة لتفعيل مسؤولية هذه الوكالات.

الكلمات الدالة: وكالات التصنيف الائتماني، درجات التصنيف الائتماني، الملاءة المالية، أدوات الدين، مخاطر الائتمان، مسؤولية مدنية، الجهات المصدرة، المستثمر.

مقدمة:

يعود تاريخ ظهور وكالات التصنيف الائتماني (Credit Rating Agencies) لنهايات القرن التاسع عشر الميلادي^(١)، وتُعد هذه الوكالات شركات تجارية خاصة يتمحور نشاطها حول إصدار تقييمات للجدارية الائتمانية للجهات والمنشآت التي تُصدر أدوات الدين، سواء كانت تلك الجهات دولاً أم شركات^(٢). وبالتالي تهدف هذه التصنيفات إلى تقييم الملاءة المالية

(١) لمزيد من التفاصيل حول تاريخ ظهور وكالات التصنيف الائتماني، راجع:

F. COLLARD, « Les agences de notation », Courrier Hebdomadaire du CRISP, 2012/ 31, p. 5-60, spéc. p. 8, disponible sur le site : <https://www.cairn.info/revue-courrier-hebdomadaire-du-crisp-2012-31-page-5.htm/>, F. BOUGUERRA, « Réforme du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », Revue Française de gestion, 2008/2, N° 182, p. 63-80, spéc. p. 65 et 66, disponible sur le site : <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2008-2-page-63.htm/>.

محمد سليمان وعبد الكريم صالح، "المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني عن سوء تقديرها للمخاطر الائتمانية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية والشرعية، المجلد ١٤، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٧، ص ٢٦٣-٢٨٩، خصوصاً ٢٦٦ و ٢٦٧.

(2) F. BOUGUERRA, « L'impact des nouvelles mesures législatives et réglementaires sur la fiabilité de la notation de crédit », La revue de science de gestion, 2013/5, N° 263-246, p. 57-



لتلك الجهات أو جودة أدوات ومنتجات الدين التي تصدرها بحيث تتيح للمستثمر تقييم مستوى مخاطر عدم الوفاء من قبلها، أو المخاطر المرتبطة بأداة مالية معينة⁽³⁾ بالاستناد إلى طرق ومعايير اقتصادية ومحاسبية نموذجية تنتهي بإصدار درجات تصنيف ائتماني تتراوح بين A وD إلى جانب المتغيرات (+، -). ويأتي التصنيف الائتماني على نوعين: تصنيف سيادي خاص بالدول ويُعبر عن المقدرة المالية للدولة بالوفاء بالتزاماتها، وتصنيف ائتماني للمصارف والشركات يُعبر عن مدى قدرة المصرف أو الشركة بالوفاء بالتزاماتها، مما يعني أن التصنيف الائتماني يُؤثر سلباً أو إيجاباً على أسعار الأدوات المالية لهذه الشركات أو الحكومات، وعلى أسواق المال للدول المصنّفة.

وتُسيطر ثلاث شركات عالمية أمريكية هي (Mood'ys) و (Standard and Poor's) و (Fitch) على ما نسبته 90-95٪ من سوق التصنيفات الائتمانية في العالم. ومنذ عام 1975 ازداد نفوذ هذه الوكالات حيث باتت التصنيفات الصادرة عنها تلعب دوراً محورياً في منظومة الاقتصاد العالمي. ويرجع ذلك إلى عاملين رئيسيين: الأول يتمثل في أن التصنيفات الائتمانية أصبحت تُشكل معياراً ومرجعاً أساسياً تستند إليه التشريعات المالية الدولية لتحديد الملاعة الائتمانية، ومثال ذلك اشتراط هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية على بعض صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية عدم شراء سندات الدين إلا إذا كانت تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع، وذات الأمر بالنسبة لهيئات الرقابة المالية في أوروبا وكندا. أضف إلى ما سبق أن البنوك المركزية وكذلك البنوك التجارية تعتمد على هذه التصنيفات في عملية تقييم مركزها المالي. أما

66, spéc. p. 57, disponible sur le site : <https://www.cairn.inforevue-des-sciences-de-gestion-2013-5-page-57.htm/>, F. COLLARD, « Les agences de notation », préc., p. 5-60, spéc. p. 5. (3) لمزيد من التفاصيل حول تعريف ودور وكالات التصنيف الائتماني وأثرها على الاقتصاد العالمي، انظر: بلعزوز بن علي ومداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع في الكويت، كلية العلوم الإدارية، بعنوان الازمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، 10-16 ديسمبر 2016، ص 4.



العامل الثاني، فهو أن المستثمرين يعتمدون بدرجة عالية على التصنيفات الائتمانية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن الاستثمار من عدمه في سندات الدين التي تصدر عن الجهات المقترضة^(٤). وبذلك باتت التصنيفات التي تصدرها هذه الوكالات بمثابة صكوك حياة أو موت للجهات المقترضة.

وبالنظر للدور المحوري الذي تلعبه هذه الوكالات في الاقتصاد العالمي، كانت وما زالت أول من تتوجه لها أصابع الاتهام في كل أزمة مالية، حيث أتهمت بمقاومة أزمة الرهون العقارية الأمريكية في عام ٢٠٠٨ والتي أدت بدورها إلى أزمة مالية عالمية وفي أزمة الدين السيادي الأوروبي عام ٢٠١٠^(٥)، إذ كشف تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية الصادر في عام ٢٠٠٨ عن دور هذه الوكالات في تضخيم الأزمة نتيجة ضعف قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية وعدم دقة التصنيفات الصادرة منها، بالإضافة إلى وجود حالات تعارض مصالح أثرت على موضوعية ونزاهة عمليات التصنيف^(٦). وقد أدت هذه الأزمات إلى تدخل المشرعين على الفور لتنظيم عمل وكالات التصنيف الائتماني، فصدر القانون الأمريكي Dodd

(٤) وفقاً للبنك الدولي، تلعب وكالات التصنيف الائتماني عدة أدوار: (١) تحديد متطلبات رأس المال للمؤسسات المالية. (٢) تحديد أو تصنيف الأصول المالية مثل الصناديق المشتركة. (٣) تقييم مخاطر الائتمان. (٤) تحديد متطلبات الإفصاح. (٥) تحديد مدى قبول نشرة الإصدار. راجع في ذلك، التقرير الصادر عن مجموعة البنك الدولي:

Jonathan Katz, Emanuel Salinas et Constantinos Stephanou, Credit Rating Agencies. No Easy Regulatory Solutions, Washington, World Bank Group, N° 8, octobre 2009, p. 2 et 3, cité par C. MAHEU, «Le droit international et la réglementation des agences de notation de crédit : vers une réglementation universelle ?», Les cahiers de droit, V. 45, N° 2-3, juin-septembre 2013, 587-608, spéc. p. 590, disponible sur le site :

<https://doi.org/10.7202/1017625ar>

(٥) حول دور وكالات التصنيف في مقاومة الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨، راجع بلعزوز بن علي ومداني أحمد، مرجع سابق، ص ١٠-١٢.

(6) “Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examination of Select Credit Rating Agencies, SEC, 8 July 2008”, available on:

<https://www.sec.gov/files/craexamination070808.pdf>

frank Act 2010 الخاص بإصلاح أنشطة وكالات التصنيف وكذلك قانون الاتحاد الأوروبي لتنظيم وكالات التصنيف الائتماني لعام ٢٠٠٩ وتعديلاته. أما في دولة الإمارات العربية المتحدة فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع لأول مرة قرار رقم (١٨/ر.م) لسنة ٢٠١٨ بشأن تنظيم ترخيص وكالات التصنيف الائتماني والذي ألغي مؤخراً بموجب القرار رقم (١٣/ر.م) لسنة ٢٠٢١ بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع^(٧) والذي حل محل جميع القرارات المتعلقة بالأنشطة المالية بما فيها نشاط وكالات التصنيف الائتماني^(٨). وعلى الصعيد الدولي، أصدرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) مدونة السلوك الخاصة بوكالات التصنيف عام ٢٠٠٤ والتي خضعت لتعديلات عديدة كان آخرها عام ٢٠١٥.

وبذلك وبعد أن كانت وكالات التصنيف الائتماني تخضع للتنظيم الذاتي لغاية عام ٢٠٠٩، باتت الآن خاضعة لإطار قانوني شامل ينظم مسألة ترخيصها وشروط تسجيلها، ومسألة الرقابة عليها من قبل سلطات أسواق المال المختصة. وتوافقت أغلب التشريعات الحديثة على تبني المبادئ القانونية الأربع التي أرستها مدونة السلوك الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والتي تتمثل بالاستقلالية وتجنب تضارب المصالح ونزاهة عمليات التصنيف والشفافية وسريّة المعلومات، ولكن اختلفت فيما بينها في آلية ترجمة هذه المبادئ، من خلال الالتزامات الملقاة على عاتق هذه الوكالات. وتشمل هذه الالتزامات في أغلبها التزامات عامة مرتبطة بمزاولة النشاط عموماً ومشتركة في مجملها بين جميع المرخصين بمزاولة الأنشطة المالية، والتزامات خاصة مرتبطة

(٧) وذلك باستثناء ما ورد في تلك القرارات من شروط تتعلق بالترخيص أو الموافقة أو اعتماد الوظائف والتي تبقى سارية لحين انتهاء مدة توفيق الأوضاع، المادتين ٧ و ٢/٢ من القرار المذكور.

(٨) المادة ٤ م القرار المذكور، حيث تلتزم بموجبها جميع الشركات المرخصة والعاملين لديها بجميع الالتزامات الواردة في الكتيب اعتباراً من تاريخ العمل به (٢٠٢١/٥/٣١). راجع الجدول المرفق في القرار المذكور للاطلاع على القرارات المتعلقة بالأنشطة المالية والملغية بموجب القرار.



بعملية إصدار درجات التصنيف الائتماني. وتهدف الحزمة الأخيرة من الالتزامات إلى ضمان حياد وجودة التصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف، واستقلالية وكالات التصنيف وتفادي حالات تعارض المصالح، بالإضافة إلى شفافية المعلومات^(٩). ولن تتعرض هذه الدراسة إلى التنظيم القانوني لوكالات التصنيف الائتماني بشكل عام، حيث لم يعد يثير هذا الموضوع إشكاليات كثيرة كما تم تخصيص العديد من الدراسات له، وإنما ستختص هذه الدراسة بالبحث في المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، وستركز في البحث في التشريعين الأوروبي والأمريكي باعتبارهما أول تشريعين بادرا بتنظيم المسؤولية المدنية لهذه الوكالات وأكثر التشريعات شمولاً وتطوراً في هذا المجال، مع التعرّيج على التشريع الإماراتي فيما يتعلّق بالنصوص ذات العلاقة بنقاط الدراسة أو التي يُمكننا الاستفادة منها بخصوصها. حيث ستعمل هذه الدراسة بالأساس على بيان مدى فاعلية التشريعين المذكورين في إرساء مسؤولية مدنية عن الأضرار التي تنجم عن التصنيفات الخاطئة والمعيبة الصادرة عن هذه الوكالات. وتتجلى الأهمية العملية الراهنة للدراسة في ظل انتشار جائحة كورونا وما صاحبها من أزمة اقتصادية عالمية؛ حيث دفع انتشار فيروس كورونا هذه الوكالات إلى خفض تصنيفاتها للدول والشركات بوتيرة أكثر تسارعاً مما كان عليه الأمر خلال أزمة الرهون العقارية، وتوجّهت لها الاتهامات من جديد بالمساهمة في تفاقم الأزمة، وهو ما حدا بهيئة الأوراق والأسواق المالية الأوروبية إلى مخاطبة وكالات التصنيف وتوجيهها بعدم مفاقمة الأزمة من خلال خفضها السريع والمفاجئ لتصنيفاتها الائتمانية.

وعلى الرغم من أهمية الإصلاحات التشريعية المختلفة والتي عملت على تأطير عمل وكالات التصنيف الائتماني بعد أن كانت تخضع للتنظيم الذاتي، إلا أن هذه التدخلات التشريعية ركزت على البُعد الإداري مستخدمة الأدوات ذات الطابع الإداري البحث والتي

(٩) في التشريع الإماراتي وردت الالتزامات العامة في الفصل الرابع من كتيب الواعد الخاص بالأنشطة المالية، أما الالتزامات الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني فقد وردت في المادة ١٧ من الفصل الخامس من الكتيب المذكور.



أثبتت لغاية اليوم عدم فاعليتها. فباستثناء قضايا محدودة، كانت وكالات التصنيف وما زالت محصنة تقريباً ضد أي شكل من أشكال المسؤولية المدنية. ولا شك أنه بالنظر للدور الذي تضطلع به وكالات التصنيف الائتماني، وحدها المسؤولية المدنية هي القادرة على إضفاء نوع من الشرعية على عمل هذه الوكالات وتحقيق حماية حقيقية للسوق والمستثمرين على حدٍ سواء، ومن هنا تبرز الأهمية النظرية للدراسة.

وتتمحور إشكالية الدراسة في بيان مدى فاعلية التشريعات الوطنية المختلفة في تأسيس مسؤولية مدنية عن الأضرار التي تنجم عن التصنيفات المعيبة التي تصدر عن وكالات التصنيف الائتماني، وفيما إذا كان هنالك حلولاً من شأنها توحيد قواعد المسؤولية على المستوى الدولي. وتتفرع عن هذه الإشكالية تساؤلات عديدة؛ إذ يثار التساؤل حول مدى كفاية قواعد المسؤولية المدنية في التشريعات الوطنية والإقليمية المختلفة في إلزام وكالات التصنيف الائتماني بالتعويض عن الأضرار التي لحقت بالمستثمرين أو بالجهات المصدرة نتيجة التصنيفات الخاطئة. وكيف يُمكن تحديد التصنيف الخاطيء؟ وبالاستناد إلى أي معايير؟ وكيف يُمكن إثبات علاقة السببية؟ وما هي المعوقات الراهنة لإقامة المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في ظل التشريعات الحالية؟ وما هي السبل الممكنة لإرساء نموذج مساءلة مدنية فاعل على الصعيدين الوطني والدولي؟

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن كافة التساؤلات المطروحة بالاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي، بالإضافة إلى المنهج المقارن، حيث ستعمل على استعراض أهم وأبرز الأنظمة القانونية لوكالات التصنيف الائتماني، محلية كانت أم إقليمية أم دولية، ومن ثم تحليلها وتقييمها وصولاً إلى اقتراح الحلول الممكنة لتحقيق أهداف الدراسة. وفي سبيل ذلك، ستقسم الدراسة إلى مبحثين اثنين، يُخصص المبحث الأول منها للوقوف على المعوقات الراهنة لإقامة المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، بينما نُفرد المبحث الثاني لاقتراح الحلول الممكنة لتفعيل المسؤولية المدنية لهذه الوكالات.

المبحث الأول

معوقات المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني

في ظل التشريعات الحالية

في ضوء الأهمية التي اكتسبتها وكالات التصنيف الائتماني في الأسواق العالمية، من غير المتصور أن تكتسب التصنيفات الصادرة عنها شرعية حقيقية دون إرساء نظام مساءلة مدنية فاعل قادر على حماية السوق والمستثمرين على حدٍ سواء. إلا أن التأسيس لمسؤولية مدنية فاعلة في ظل التشريعات الوطنية والإقليمية واجه وما زال يواجه عقبات عديدة، ابتداءً من الاختلاف في الطبيعة القانونية للتصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني (المطلب الأول) إلى عدم فاعلية القواعد الحالية للمسؤولية المدنية في تأسيس المسؤولية المدنية لتلك الوكالات (المطلب الثاني).

المطلب الأول

الاختلاف في الطبيعة القانونية للتصنيفات الصادرة

عن وكالات التصنيف الائتماني

من أهم التحديات التي واجهت مبدأ مساءلة وكالات التصنيف الائتماني عن التصنيفات الخاطئة أو المعيبة الصادرة عنها الاختلاف في الطبيعة القانونية لتلك التصنيفات والتي تطورت تدريجياً من مجرد آراء ذات طابع إعلامي غير ملزمة للمستثمرين وتتنفي معها المسؤولية المدنية (الفرع الأول) إلى آراء ذات طابع تجاري مؤثرة في أسواق المال بحيث يمكن أن تنعقد معها المسؤولية المدنية (الفرع الثاني).



وقد كان الحق في التعبير عن الرأي والتفسير الواسع للتعديل الأول للدستور الأمريكي الذي اعترف للصحافة بحرية واسعة في التعبير عن الرأي أحد أهم الحجج التي ساقتها وكالات التصنيف الائتماني لتستبعد من خلالها أي مساءلة محتملة. حيث اعتادت هذه الوكالات أن تُدرج في عقودها المبرمة مع الجهات المصنفة أو في الشروط العامة لاستخدام التصنيفات الائتمانية الصادرة عنها والمنشورة على مواقعها الإلكترونية بياناً تُعلن من خلاله بأن التصنيفات الصادرة عنها لا تشكل حقائق ثابتة، وإنما هي مجرد آراء وتوقعات مستقبلية تدخل ضمن الحق في حرية التعبير والرأي الذي تكفله كافة الدساتير ومن ضمنها التعديل الأول للدستور الأمريكي واتفاقيات حقوق الإنسان، تماماً كما هو الحال بالنسبة لحرية الصحافة. ومثال ذلك البيان المنشور على موقع وكالة (Moody's) والذي يُوافق بمقتضاه المستخدم صراحةً على أن التصنيفات والآراء المنشورة على الموقع هي "مجرد تعبير عن رأي حول مخاطر الائتمان المستقبلية المرتبطة بالجهات المُصدرة والالتزامات الائتمانية وسندات الدين، وليس بياناً حول الملاءة المالية السابقة أو الحالية، أو استشارات مالية أو استثمارية، أو توصيات لقرارات منح الائتمان، أو قرارات شراء أو حيازة أو بيع الأوراق المالية، أو تعهد حول دقة البيانات والتائج، ولا محاولة لتقييم وضمان المركز المالي للشركة المصنفة"⁽¹³⁾.

وبذلك تُركّز وكالات التصنيف الائتماني على أن دورها يتمثل فقط في إصدار آراء تهم المستثمرين، والذين يتمتعون بكامل الحرية في اتباع هذه الآراء أو عدم اتباعها، وبالتالي فهي غير مسؤولة في حال كان لهذه الآراء أثراً على أسواق المال⁽¹⁴⁾. وفي هذا السياق، سبق أن أكدت إدارة (Standard and Poor's) على أنها غير مسؤولة عن الاعتقاد السائد في أسواق المال بأن درجة التصنيف AAA خالية من المخاطر، وهو شيء لم يسبق أن صدر عنها أبداً⁽¹⁵⁾. كما أشارت

(13) Moody's web site: www.moody's.com

(14) F. COLLARD, « agences de notation », Courrier Hebdomadaire du CRISP, préc., p. 44.

(15) « La finance s'est droguée au triple A », Trends-Tendances, 17 mai 2012, cité par F. COLLARD, préc., p. 44.



وكالة Moody's إلى أن التصنيفات لا يجب أن تكون المعيار الوحيد الذي يستند إليه المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية^(١٦). وبالتالي ومن وجهة النظر هذه، إذا ما التفت المستثمر فقط إلى هذه التصنيفات دون غيرها، فعليه أن يكون مستعداً لتحمل أي اخفاق محتمل نتيجة عدم كفاية وتنوع مصادره.

في ضوء الدفع السابق، وحتى زمن قريب، كان مثول وكالة تصنيف ائتماني أمام العدالة أمراً غير متصور؛ حيث لم يكن بالإمكان إقامة مسؤولية وكالات التصنيف إلا إذا استطاعت الجهة المصدرة أن تثبت أن الوكالة قد عمدت وبسوء نية على تزويد معلومات خاطئة^(١٧)، أو إذا تمكّن المستثمر من إثبات الغش من جانب وكالة التصنيف، كما لو نشرت الوكالة معلومات خاطئة بهدف تضليل المستثمرين^(١٨). وبوجه عام، وعلى خلاف الحال بالنسبة للمُصدرين، لا يرتبط المستثمرون بعلاقات تعاقدية مع وكالة التصنيف، مما يعني أنه ليس بمقدورهم إقامة مسؤولية وكالة التصنيف إلا إذا تمكّنوا من إثبات الضرر الذي وقع عليهم جرّاء التصنيف الخاطيء، فضلاً عن إثبات ارتكاب الوكالة خطأً لدى إعداد التصنيف وإثبات علاقة السببية بين الضرر الواقع على المستثمر والخطأ الصادر عن الوكالة^(١٩).

وقد دلّل مجلس الشيوخ الفرنسي على الصعوبات التي يُواجهها المستثمر في هذا الصدد، حينما استشهد في تقرير صادر عنه بالحالة التي قد تُغفل فيها وكالة التصنيف الائتماني عن تنظيم التناوب بين محلليها بالمخالفة لأحكام التنظيم الأوروبي لعام ٢٠٠٩، حيث ترتكب الوكالة خطأً يُمكن للسلطة التنظيمية أن تُعاقب عليه. لكن يبقى من الضروري إثبات أثر هذا الخطأ

(16) <https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>

(١٧) وذلك في إطار المسؤولية العقدية.

(١٨) وذلك في إطار المسؤولية التقصيرية.

(19) Ch. BERGIER, préc , p. 63, F. BELLIL, «Pour une responsabilité civile européenne élargie des agences de notation de crédit », Les annales de droit, N° 13, 2019, p. 11, spéc., p. 13, F. COLLARD, « Les agences de notation », préc., p. 45.



على التصنيف الدقيق للمصدر، كما يجب أن يكون بمقدور المستثمر إثبات أن هذا التصنيف الخاطيء هو الذي وجه قراراته الاستثمارية وألحق به الأذى^(٢٠).

وبتتبع موقف القضاء الأمريكي في العشرة أعوام ما بين ١٩٨٠ و ١٩٩٠ أشار التقرير السابق ذكره إلى أن عدداً محدوداً من دعاوى المسؤولية ضد وكالات التصنيف الائتماني وصل أمام القضاء، وباءت جميع تلك الدعاوى بالفشل. غير أن وتيرة القضايا المرفوعة أمام القضاء الأمريكي تزايدت بعد أزمة الرهون العقارية، وبشكل خاص ضد وكالتي S&P و Moody's وذلك عن سوء تصنيفها لبعض المنتجات المالية، إلا أن أغلب هذه القضايا انتهت بتسويات ودية. أما بالنسبة للدول الناشئة ودول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (خارج أوروبا والولايات المتحدة) أشار تقرير مجلس الشيوخ الفرنسي إلى عدم وجود دعاوى قضائية تتعلق بمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني في تلك البلدان، سواء في كندا أو سنغافورة أو حتى في هونج كونج^(٢١).

وعلى الرغم من محدودية دعاوى المسؤولية ضد وكالات التصنيف في دول العالم، استمر القضاء الأمريكي برفض دعاوى التعويض المقامة ضد هذه الوكالات متذرّعاً بمبدأ حرية التعبير الذي يكفله الدستور الأمريكي. إلا أن القضاء بدأ تدريجياً بوضع حدٍ لهذه الحصانة عندما قرر بحكم صادر عن إحدى محاكم نيويورك عام ٢٠٠٩ في قضية مرفوعة من بنك أبو ظبي التجاري ضد Moody's & Morgan Stanely^(٢٢) بأنه لا يمكن الاحتجاج بالتعديل الأول للدستور الأمريكي حينما يستهدف الرأي الصادر عن وكالة التصنيف الائتماني مجموعة

(20) Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », Rapport d'information, N° 598, 18 juin 2012, p. 166, disponible sur le site suivant:

<https://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-11.pdf>

(21) Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », préc., p. 154 et s.

(22) Affaire Abu Dhabi Commercial Bank contre Moody's et Morgan Stanley, 2 septembre 2009.



محددة من المستثمرين ولا يستهدف الجمهور عامةً. ذلك أن علنية التصنيف الائتماني الصادر كانت محدودة النطاق، بحيث لا يُمكن اعتباره رأياً عاماً مشمولاً بحرية التعبير، وإنما رأياً مهنيّاً غير خاضع لتلك الحماية. وعلى الرغم من أن هذا القرار فتح طريقاً للمساءلة المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في أميركا إلا أنه انحرف عن المسار السليم حين قصر الحماية على المستثمرين في نطاق ضيق والذين غالباً ما يكونون مؤهلين وعلى دراية تامة بالسوق وغير محتاجين فعلياً لحماية خاصة، على عكس جمهور المستثمرين والذين غالباً ما يجهلون السوق ويكونون أكثر تأثراً بالتصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف.

أيضاً هنالك بعض القرارات القضائية الفردية خارج أوروبا وأميركا قضت بمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني عن بعض التصنيفات الخاطئة. ففي قضية شركة Parmalat ضد S&P قضت المحكمة الإيطالية وللمرة الأولى بمسؤولية وكالة التصنيف وقضت بإعادة الأتعاب التي تقاضتها عن التصنيف الصادر عنها والبالغة ٧٨٤٠٠٠ يورو. وكانت هذه المرة الأولى على مستوى العالم التي يُقضى فيها بمسؤولية وكالة تصنيف ائتماني عن الأضرار التي لحقت بالمستثمر نتيجة تصنيفات صادرة عنها، إلا أن قيمة التعويض المحكوم بها كانت رمزية جداً مقارنة بتكلفة إفلاس الشركة المصنّفة^(٢٣).

وبفضل التكييف السابق، كانت وكالات التصنيف الائتماني تدفع بعدم مسؤوليتها عن عواقب القرارات التي يتخذها المستثمرون بناء على التصنيفات الصادرة عنها. ولكن هل هذا الدفع مبرر حقاً بالنظر لأهمية الدور الذي تؤديه هذا الوكالات في الأسواق؟

(٢٣) انظر قائمة القرارات الواردة في تقرير مجلس الشيوخ الفرنسي:

Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », préc., p. 156 et s.



الفرع الثاني نحو آراء ذات طابع تجاري

إجابةً على التساؤل السابق، يُمكننا القول بعدم صلاحية الدفع باعتبار التصنيفات الائتمانية مجرد آراء محصّنة بموجب حق التعبير عن الرأي، وذلك لعدة أسباب. أولاً، وبلا شك ترتبط سمعة وكالات التصنيف بدقة التصنيفات الصادرة عنها، وهذا الأمر يحملها على تبرير تصنيفاتها وتفصيلها وتفسيرها على نحو يخفي رغبة حقيقية من قبلها بإظهار هذه التصنيفات على أنها حقائق مؤكدة. ثانياً، إن مصطلح "opinion" الوارد بالتعديل الأول للدستور الأمريكي والذي يهدف إلى حماية حرية التعبير عن الرأي، لا سيما حرية الصحافة، والذي لطالما تذرعت به وكالات التصنيف للدفع بعدم مسؤوليتها، لا يمكن اعتباره رأياً صحفياً وإنما رأياً علمياً وتحديداً رأياً مالياً يستند إلى تحليلات معمقة تنفذها شركات متخصصة^(٢٤).

أضف إلى ما سبق، إن الادعاء القائل بأن الخيار متروك للمستثمر باتباع التصنيفات الائتمانية أو عدم اتباعها غير واقعي، حيث أن درجات التصنيف باتت اليوم معياراً أساسياً في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين لأنها أصبحت تلعب دوراً محورياً في عملية التنظيم المالي العالمي. وليس أدل على ذلك من أن اللوائح المالية، سواء في أوروبا أو في أمريكا، كانت وإلى وقت قريب تُسند وظيفة تنظيمية لوكالات التصنيف الائتماني^(٢٥). وهو ما ولّد حالة

(24) Ch. BERGIER, préc., p. 64 ; Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », préc., p. 77.

(٢٥) حيث كانت التشريعات الأوروبية تعلق عملية إصدار السندات على حصول الجهة المُصدرة على درجة تصنيف، بالإضافة إلى اعتمادها على التصنيفات لغايات تحديد متطلبات رأس مال المؤسسات المالية، وحظرها شراء أو امتلاك أدوات دين ذات تصنيف متدني في بعض الحالات. لمزيد من التفاصيل، انظر:

C. LEQUESNE-ROTH, « La notation financière : instrument de l'action publique européenne », Revue internationale de droit économique, 2017/2, t. XXXI, p. 41 à 81, spéc. p. 43 et s., disponible sur le site suivant :

<https://www.cairn.inforevue-internationale-de-droit-economique-2017-2-page-41.htm>



صارخة من التناقض؛ ففي الوقت الذي يُضفي فيه المشرع الشرعية على التصنيفات الائتمانية ويشجع على استخدامها باعتبارها آراء خبراء، تتمسك وكالات التصنيف بتكليف تصنيفاتها على أنها مجرد آراء قابلة للخطأ⁽²⁶⁾. إلا أنه في الواقع وطالما أصبحت درجات التصنيف معياراً حقيقياً في الأسواق المالية لا يُمكن القول بأن الأمر يتعلق بمجرد رأي أو تقييم متروك لحرية المستثمرين، وينبغي إذن أن يكون بالإمكان إقامة مسؤولية وكالات التصنيف.

وبالفعل اعتباراً من عام ٢٠٠٩ ظهرت عدة تيارات قضائية معاكسة على مستوى العالم تعترف بالطبيعة التجارية للتصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف وتنفي عنها صفة الآراء التي تدخل ضمن نطاق حماية حرية التعبير والرأي واضعةً بذلك حداً لنظام عدم المساءلة الذي كانت تتمتع به وكالات التصنيف حتى ذلك الوقت، وأصبحت تُقر بإمكانية مساءلة وكالات التصنيف على سند من القول بأن هنالك قيوداً وحدوداً قانونية لهذا الحق من شأنها ضمان المصلحة العامة والاستقرار في الدول، وتتمثل هذه القيود بمبدأ الحيطة والحذر الذي تلتزم بموجبه بالتحقق من جدية وصدق المعلومات التي تستند إليها.

ومن ذلك القرارات الصادرة في قضية صندوق الضمان Calpers ضد وكالات التصنيف الثلاث في أمريكا عام ٢٠١٠ و عام ٢٠١٢ حيث أكدت المحاكم الأمريكية على الطبيعة التجارية للتصنيفات الائتمانية ومن ثم قضت بمسؤولية هذه الوكالات عن درجات التصنيف المبالغ فيها بعد أن استطاعت Calpers إثبات عدم دقتها⁽²⁷⁾. وأيضاً القرار الصادر من المحكمة الفيدرالية الأسترالية بتاريخ ٥ / ١١ / ٢٠١٢ في القضية الشهيرة Bathurst والتي تمت فيها ملاحقة وكالة التصنيف S&P من قبل ثلاثة عشرة مقاطعة محلية أسترالية عن تصنيفات مرتفعة

(26) M. PETIJEAN, « D'(in)utilité des agences de notation », Regards économiques, N°18, septembre 2012, p. 5.

(27) Sénat et H. DE VAUPLANE, « Responsabilité des agences de notation : état des lieux en Europe et aux États-Unis », Revue Banque, N° 746, mars 2012.



جداً صادرة عنها بخصوص أدوات مالية تين فيما بعد بأنها عالية المخاطر، وكانت تلك المقاطعات قد خسرت ٩٣٪ من رأسها بسبب التصنيف الخاطيء وغير المبرر. حيث قضت المحكمة بمسؤولية وكالة التصنيف عن المعلومات الخاطئة والمضللة تأسيساً على مخالفتها لمبدأ الحيطة والحذر والالتزام بالعناية عند تحليلها للبيانات والمعلومات المتوفرة لديها^(٢٨). وكانت هذه المرة الأولى فعلياً في أستراليا وفي العالم بأسره التي تُجبر فيها وكالة تصنيف ائتماني على الدفاع عن تصنيف صادر عنها أمام القضاء، حيث كان الأمر يقتصر سابقاً على البحث في مدى إمكانية الدفع بمسؤولية وكالة التصنيف من عدمه باعتبار أن التصنيف الائتماني مجرد رأي محمي بموجب حرية التعبير عن الرأي.

وإذا بات بالإمكان من حيث المبدأ ملاحقة وكالات التصنيف الائتماني أمام القضاء بسبب الخطأ في التصنيفات الصادرة عنها، إلا أن أغلب القضايا المرفوعة أمام المحاكم، على الرغم من كثرتها، لم تُسفر عن إدانات وكالات التصنيف الائتماني. هذا الأمر إن دل على شيء فهو يدل على عدم ملاءمة التشريعات سواء في أمريكا أو في أوروبا، وهو ما حمل الكونغرس الأمريكي ومجلس الاتحاد الأوروبي على تبني تشريعات جديدة تهدف إلى تسهيل مساءلة وكالات التصنيف الائتماني. ففي عام ٢٠١٠ أصدر الكونغرس الأمريكي قانون Dodd-Frank Act^(٢٩) الذي عمل ابتداءً على تعزيز الإشراف على أنشطة وكالات التصنيف الائتماني، بالإضافة إلى أنه ولأول مرة في الولايات المتحدة اعترف بإمكانية إقامة دعوى مسؤولية مدنية

(28) Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd. Available at :

https://www.squirepattonboggs.com/-/media/files/insights/publications/2014/06/investor-local-councils-win-against-bank-ratings_/files/investorlocalcouncilsalert/fileattachment/investorlocalcouncilsalert.pdf.

(29) American Congress, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 10 January 2010.



ضد هذه الوكالات^(٣٠). وقد أكد هذا القانون في متنه على "أنه وبالنظر للأهمية العملية التي تحظى بها درجات التصنيف والثقة التي يوليها لها المستثمرون، أفراداً كانوا أم مؤسسات، والجهات المنظمة للقطاع المالي، فإن أنشطة وأداء وكالات التصنيف مسألة ذات فائدة وطنية عامة بسبب الدور الذي تلعبه في تكوين رأس المال، وبسبب ثقة المستثمرين فيها، بالإضافة إلى دورها الفاعل في الأداء الاقتصادي للولايات المتحدة"^(٣١)، ويضيف هذا القانون أيضاً بأنه "وبالنظر للطبيعة التجارية لأنشطة وكالات التصنيف الائتماني فإن الأحكام المتعلقة بتطبيق الجزاءات على البيانات والمعلومات التي تصدر من قبل وكالات التصنيف هي ذاتها التي تطبق على البيانات التي تصدر عن مكاتب التدقيق المالي والمحللين والمستشارين الماليين للأوراق المالية"^(٣٢)، فكلاهما يخضعان لنظام المسؤولية القائمة على الخطأ.

أما على صعيد الاتحاد الأوروبي، فإن التشريعات المتعلقة بوكالات التصنيف الائتماني تبدو أكثر نضجاً، حيث بذلت جهود حثيثة أسفرت عن إصدار ثلاث لوائح تنظيمية متتالية. صدرت اللائحة الأولى رقم CE 2009/1060 بتاريخ ١٦/٩/٢٠٠٩ وتم تعديلها مرتين على التوالي، بموجب اللائحة الثانية رقم ٥١٣/٥/٢٠١١ بتاريخ ١١/٥/٢٠١١ وبموجب اللائحة الثالثة رقم ٤٦٢/٢٠١٣. عملت جميع هذه اللوائح على تنظيم عملية تسجيل وترخيص وكالات التصنيف، بالإضافة إلى تنظيم آليات التصنيف وطرق إدارة تنازع المصالح. أما اللائحة الثانية على وجه الخصوص، فقد أوكلت لسلطة الأسواق المالية الأوروبية صلاحيات واسعة للإشراف على نشاط وكالات التصنيف في أوروبا ومنحتها سلطة حقيقية في إيقاع العقوبات تمكنها من فرض غرامات مباشرة على الوكالات تصل إلى ٧٥ ألف يورو، كما

(٣٠) كما تبنى هذا القانون بالإضافة إلى النصوص ذات الأثر الفوري، عدداً من الإجراءات الهامة أوكلها للجنة الأوراق المالية والبورصات بهدف تمكينها من إنفاذ القانون.

(31) Titre IX, sous-titre C, Section 931§ 1.

(32) Titre IX, sous-titre C, Section 931§ II.



أدخلت ملحقاً يتضمن قائمة مطولة بالمخالفات المعاقب عليها. بينما سمحت اللائحة الثالثة صراحةً بتأسيس المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف^(٣٣).

أما على الصعيد الدولي، يبدو أن تحقيق رقابة على وكالات التصنيف أمراً أكثر تعقيداً، فعلى الرغم من الوجود الفعلي للنصوص الناظمة، إلا أنها تفتقر للطابع الإلزامي. وتُعد مدونة قواعد السلوك الصادرة عن منظمة IOSCO عام ٢٠٠٤ أول نص رقابي دولي على أنشطة وكالات التصنيف الائتماني. وقد جاء تبني هذه المدونة كردة فعل على الفضيحة المالية التي سببها الانهيار المالي لشركتي Enron و Parmalat. وترسي هذه المدونة^(٣٤) المبادئ الأساسية التي يقوم عليها أي تنظيم لأنشطة وكالات التصنيف الائتماني، وتمثل هذه المبادئ بالاستقلالية وتجنب تضارب المصالح ونزاهة عمليات التصنيف والشفافية وسريّة المعلومات. ولم تكن هذه المدونة بنسختها الأولى كافيةً لتحقيق رقابة فاعلة على أعمال وكالات التصنيف الائتماني، فبعد أزمة الرهون العقارية عبّر رؤساء الدول والحكومات في قمة لندن لعام ٢٠٠٩ عن رغبتهم الحقيقية بإجراء تعديلات جذرية لتعزيز الرقابة على أنشطة وكالات التصنيف. وهو ما دفع المشرعين الدوليين عام ٢٠٠٩ إلى تعديل اللوائح الدولية لوكالات التصنيف، غير أنه ولغاية يومنا هذا لم يحصل تقدّم ملحوظ على هذا الصعيد. تبعاً لذلك بدأ التفكير بطرق أخرى لتحقيق هذه الرقابة لا سيما من خلال التعاون بين السلطات التنظيمية أو تطوير معايير مالية دولية^(٣٥).

في دولة الإمارات العربية المتحدة، جاء قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (١٣/ر.م) لسنة ٢٠٢١ بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وآليات توفيق الأوضاع، وبالنظر لحدثة صدوره، متلائماً مع الاتجاه الحديث الذي يُقر بالطبيعة التجارية لدرجات

(٣٣) لمزيد من التفاصيل حول مضمون هذه اللوائح، انظر:

F. COLLARD., « Les agences de notation », préc., p. 52 et s.

(٣٤) خضعت المدونة لعدة تعديلات آخرها كان عام ٢٠١٥.

(٣٥) انظر المبحث الثاني.



التصنيف الصادرة عن الوكالات. إذ تضمّن الفصل الخامس من الكتيب المرفق بهذا القرار في المادة ١٧ منه الالتزامات التي تقع على عاتق وكالات التصنيف والتي تتعلّق بشكل مباشر بالتصنيف الائتماني، ومنها تلك التي تتعلّق بجودة ونزاهة التصنيف^(٣٦)، مما يعني أن هذا الكتيب، وعلى الرغم من أنه لم يضع نظاماً خاصاً بالمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، بحيث تخضع هذه المسؤولية للقواعد العامة، إلا أنه أرسى نظام رقابة على أعمال وكالات التصنيف بحيث يُمكن مساءلتها عن أي خطأ أو غش في التصنيفات الصادرة عنها، بل وذهب إلى حظر شروط تحديد المسؤولية أو الإعفاء من المسؤولية واعتبرها لاغية في حال وجودها^(٣٧)، وذلك على النحو الذي سنبينه لاحقاً^(٣٨).

وبالنتيجة، وعلى الرغم من الجهود التشريعية السابقة، لا سيما على جانبي المحيط الأطلسي، إلا أنها ما زالت بالفعل عاجزة عن إرساء نظام فاعل للمساءلة المدنية لهذه الوكالات.

المطلب الثاني

عدم فاعلية القواعد القانونية الحالية

لتأسيس المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني

بالتّمعن في التشريعات الحالية، وبشكل خاص التشريعات الأمريكية والأوروبية والتي تُعتبر رائدة في المجال، نلاحظ بأن مقدماتها جاءت مليئة بأهداف طموحة، ولكنها في حقيقة الأمر خالية من آلية إنفاذ واقعية من شأنها أن تكون أداة قانونية متاحة بسهولة لمستخدمي الأسواق العالمية من مصدريين ومستثمرين. فعلى الرغم من الجهود المبذولة لإرساء

(٣٦) المادة ١٧/ثانياً.

(٣٧) المادة ٣/٨ من الكتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية.

(٣٨) راجع الفرع الثاني من المطلب الثاني من هذا البحث..



رقابة على أعمال وكالات التصنيف الائتماني وتفعيل العقوبات الإدارية من قبل السلطات الرقابية في مواجهة هذه الوكالات، إلا أن إقامة المسؤولية المدنية لتلك الوكالات عن أخطائها في التصنيف في مواجهة المصدرين والمستثمرين ما زال أمراً بغاية الصعوبة. وترجع هذه الصعوبة إلى وجود عقبات قانونية تحول دون استيفاء شروط المسؤولية المدنية أولاً (الفرع الأول)، وانعدام التنسيق بين التشريعات الوطنية المحلية ثانياً (الفرع الثاني).

الفرع الأول

عقبات انعقاد المسؤولية المدنية

كما أسلفنا أقرّ المشرع الأوروبي صراحةً المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني بموجب التنظيم الأوروبي رقم ٤٦٢ لعام ٢٠٠٩. إذ تنص المادة ٣٥/١ من تنظيم الاتحاد الأوروبي لسنة ٢٠٠٩ بنسخته المعدلة عام ٢٠١٣ على مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني عن تعويض المستثمر أو المصدر عن الأضرار الحاصلة نتيجة ارتكابها - عن عمد أو نتيجة إهمال جسيم - أي عن المخالفات المنصوص عليها في الملحق رقم ٣ من التنظيم على نحو يكون له تأثير على التصنيف الائتماني^(٣٩). وتُضيف ذات المادة بأن المستثمر لا يستطيع طلب التعويض بموجب النص السابق إلا إذا استطاع أن يثبت أن اعتماده على التصنيف الائتماني في قراره الاستثماري المرتبط بالأداة المالية محل التصنيف كان معقولاً بحيث أبدى الحيطه والحذر اللازمين لذلك. ويعلّق النص السابق إمكانية طلب الجهة المصدرة للتعويض على قيامها بإثبات العلاقة بين أدائها المالية والتصنيف الصادر وبأن المخالفة المرتكبة لم تكن ناجمة عن

(٣٩) تتمثل هذه المخالفات بالإخلال بكل الالتزامات الواردة في التنظيم الأوروبي والتي تهدف إلى إرساء رقابة فاعلة على أعمال وأنشطة وكالات التصنيف، ومثال ذلك عدم اتّخاذ الإجراءات اللازمة لضمان صدور التصنيف الائتماني بناءً على تحليل شامل لجميع المعلومات المتاحة والتي تُعد جوهرية للقيام بالتحليل وفقاً للطرق المتبعة لديها. البند ٤٢ من الملحق رقم ٣.



معلومات مضمّلة أو خاطئة قامت هي بتزويدها لو وكالة التصنيف. كما يوضّح ذات النص في بنده الثاني بأن عبء إثبات ارتكاب المخالفة من قبل وكالة التصنيف وأثرها على التصنيف الصادر يقع على عاتق المستثمر^(٤٠). ولا يستبعد النص السابق إمكانية رفع الدعاوى الأخرى المتعلقة بالمسؤولية المدنية والتي لا يشملها النص حيث تخضع للقانون الوطني^(٤١).

أما التشريع الأمريكي فكان أقلّ تحديداً وتبني في المادة ٩٣٣(b) موقفاً مماثلاً للتشريع الأوروبي فيما يتعلق بدرجة الخطأ التي تقوم عليها المسؤولية، حيث نص على أنه في حال رفع دعوى تعويض مادي على وكالة التصنيف الائتماني يجب تقديم براهين تقوم معها قرينة قوية على أن وكالة التصنيف الائتماني انتهكت واجباتها عن قصد أو من خلال خطأ جسيم. وبذلك ألقت المادة السابقة على المدعي عبء إثبات حصول المخالفة العمدية من قبل وكالة التصنيف أو ارتكاب خطأ جسيم^(٤٢).

وبتحليل النصوص السابقة نجد أن نظام المسؤولية المدنية الذي أرساه التشريعيان الأوروبي والأمريكي جاء مبتوراً وغير مكتمل، وذلك لعدة أسباب نبينها على التوالي.

أولاً: رفع عتبة المسؤولية المدنية إلى مستوى الخطأ الجسيم

رفع التشريع الأوروبي والأمريكي عتبة مسؤولية وكالات التصنيف عن أعمالها إلى مستوى الإهمال أو الخطأ الجسيم على خلاف ما كانت عليه معظم التشريعات الأوروبية

(40) Art. 35 bis (1 et 2) du Règlement n° 1060 de 2009, tel que modifié par le règlement n° 462 de 2013.

(41) Art. 35 bis, 4.

(٤٢) لمزيد من التفاصيل حول القانون الأمريكي، انظر:

Ch. PICCIAU, "The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis", European Company and Financial Law Review, 19 September 2019, p. 272 and sub. available on:

<https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ecfr-2018-0012/html>



الوطنية بما فيها التشريع الفرنسي الذي كان يكتفي بالخطأ البسيط. حيث كان المشرع الوطني الفرنسي قد سبق التشريع الأوروبي وتولّى زمام المبادرة في عام ٢٠١١ عندما أدخل القانون البنكي والمالي لعام ٢٠١٠ مبدأ المسؤولية التقصيرية لوكالات التصنيف بالاستناد إلى قواعد المسؤولية التقصيرية فيما يتعلّق بانتهاكها وخرقها للالتزامات الواردة في التنظيم الأوروبي لعام ٢٠٠٩^(٤٣)، وذلك دون المساس بالمسؤولية التعاقدية التي تنعقد في حال الإخلال بالالتزامات التعاقدية بين الطرفين. وبذلك كان القانون الوطني الفرنسي يُوفر حمايةً أكبر باكتفائه بالخطأ البسيط لإقامة مسؤولية وكالات التصنيف، في حين أن التشريعين الأوروبي والأمريكي يشترطان وقوع إهمال جسيم أو فعل متعمد من قبل وكالة التصنيف وهو أمر أكثر تعقيداً وتحفّه الصعوبات لا سيّما فيما يتعلّق بوسائل الإثبات.

في اتجاه مخالف، يرى بعض الفقه الأمريكي في تأسيس المسؤولية على الخطأ أو الإهمال الجسيم أمراً محموداً، ويُبرر ذلك بصعوبة إثبات الغش من جانب وكالة التصنيف لا سيّما أن الرقابة التي تُمارسها السلطات الرقابية على أعمال الاحتيال تغطّي جزءاً صغيراً من السلوكيات المخالفة، ويرجع ذلك إلى تعقيد الطرق والوسائل التي تعتمد عليها وكالات التصنيف في عملها، بحيث يُمكنها ذلك من التعيم على درجة المخاطر الحقيقية التي تتعرض لها الجهة المُصدرة^(٤٤).

وعلى خلاف موقف التشريعين الأوروبي والأمريكي، وكما أشرنا سابقاً، لم يضع المشرع الإماراتي نظاماً خاصاً بالمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني حيث تخضع للقواعد

(٤٣) حيث أدرج المرسوم رقم ٢٠٠٠-١٢٢٣ بتاريخ ١٤/١٢/٢٠١٢ النص المذكور في متن المادة ٥٤٤-٥ من قانون النقد والمال الفرنسي ومن ثم تم حذف المادة بموجب المادة ٥٥ من قانون رقم ٢٠١٨-٢٢٧ المؤرخ ب ١٠/٨/٢٠١٨ حتى يتسق القانون الوطني مع التشريع الأوروبي.

(44) J. MANNS, « Downgrading Rating Agency Reform », The George Washington Law Review, paper N° 2012-146, p. 49, available at:

https://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1854&context=faculty_publications



العامة، إلا أنه أكد على التزام وكالات التصنيف ببذل عناية الرجل الحريرص^(٤٥) وهو ما من شأنه توسيع نطاق المسؤولية لتشمل الخطأ العادي.

ثانياً: صعوبة إثبات عناصر المسؤولية المدنية

تقتصر المسؤولية المدنية بموجب النصوص السابقة على الحالات التي ترتكب فيها وكالات التصنيف مخالفة للالتزامات الملقاة على عاتقها بموجب النصوص القانونية^(٤٦). وعلى سبيل المثال، حصر المشرع الأوروبي مسؤولية وكالة التصنيف بالحالة التي ترتكب فيها -على نحو عمدي أو نتيجة إهمال جسيم- مخالفة واردة في الملحق الثالث من التنظيم الأوروبي. ويتضمن هذا الملحق قائمة محددة بـ ٧٣ مخالفة للالتزامات الواردة في التنظيم والتي تهدف إلى إرساء رقابة فاعلة على أعمال وأنشطة وكالات التصنيف، ويتعلق معظمها بقواعد تضارب المصالح أو المتطلبات الهيكلية لعمل الوكالة. وبصرف النظر عن إمكانية إقامة المسؤولية المدنية تأسيساً على نص المادة المذكورة، فإن المخالفات الواردة في الملحق معاقبٌ عليها بعقوبات إدارية صارمة من قبل الهيئة الأوروبية للأسواق المالية تتراوح بين الغرامات المرتفعة والغرامات التهديدية وسحب الترخيص. وإذا كان من المفترض أن تسهّل الجزاءات المتخذة بحق وكالات التصنيف على المصدرين والمستثمرين تأسيس دعاوى المسؤولية حيث يقع على عاتقهم تقديم معلومات دقيقة ومفصلة بالمخالفة المرتكبة من قبل وكالة التصنيف وأثرها على التصنيف الصادر. إلا أنه وبلا شك، خارج نطاق الحالات التي يصدر فيها جزاءات إدارية بحق وكالة التصنيف، يكون من الصعب على المصدرين والمستثمرين إثبات المخالفة المرتكبة

(٤٥) المادة ٦ من الفصل الرابع من كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية.

(٤٦) إذ أشار النص إلى أن المسؤولية تنعقد في حال مخالفة الالتزامات الواردة في هذا الباب، وهو الباب المتعلق بالالتزامات وكالة التصنيف في ممارسة نشاطها.



بالنظر لكونها تستند على معلومات غير متاحة لهم وتظل دوماً في كنف وكالة التصنيف^(٤٧). ولمواجهة هذه العقبة، يُحدّد التنظيم الأوروبي بأن القضاء الوطني هو من يختص بتقييم الطبيعة الدقيقة والمفصلة لتلك المعلومات^(٤٨).

ولا تكون عملية إثبات الخطأ من جانب وكالة التصنيف أكثر سهولة في الحالات التي تخرج فيها دعوى المسؤولية عن نطاق المادة السابقة وتدخل في نطاق القانون الوطني، حيث تبقى مهمة إثبات الخطأ مهمة شبه مستحيلة. فإذا كانت درجة تصنيف خاطئة كافية من حيث المبدأ لإقامة مسؤولية الوكالة، إلا أنه لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن التصنيف قائم على مبدأ التنبؤ بأحداث مستقبلية ذات طبيعة احتمالية، بحيث يصعب التمييز بين ما يعد خطأً وما يعتبر سوء تنبؤ بالمستقبل، وبالتالي يتوجب على المتضرر إثبات أن هكذا خطأً ما كان ليُرتكب من قبل وكالة تصنيف حذرة ومتعمّلة^(٤٩).

أما بالنسبة للضرر، فهو أسهل تحديداً بالنسبة للجهة المصدرة كونه يتمثل في الآثار المترتبة على نزول تصنيفها والمرتبطة بشروط دخولها إلى السوق، أما بالنسبة للمستثمر فإن الضرر يتمثل بفوات فرصة الاستثمار في أدوات مالية أخرى، وذلك على فرض نجاحه بإثبات الصلة بين قراره الاستثماري والتصنيف الصادر عن وكالة التصنيف. وبالنسبة للمؤسسات الاستثمارية، فقد تُستنتج هذه الصلة من خلال المتطلّبات الداخلية للمؤسسة التي توجب تملك

(47) F. BELLIL F, préc., p. 29-55, spéc. § 14, Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », préc., p. 166, C. LEQUESNE-ROTHL, préc., p. 77.

فيما يتعلق بالقانون الأمريكي، انظر:

Ch. PICCIAU, op . cit., p. 386 et sub., M. BUSSANI, « La responsabilité des agences de notation de crédit : brèves remarques sur un enjeu global », Revue internationale de droit comparé, vol. 65, N° 2, 2013, p. 239-258, spéc. p. 250.

(48) Art. 35 bis, 2.

(49) X. CLEDAT, « Agences de notation : la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile », Revue Lamy Droit civil, N°96, 2012



سندات مالية ذات تصنيف محدّد. ولا شك أن استحالة معرفة القرار الذي كان سيتّخذهُ المستثمر في حال عدم ارتكاب الخطأ من قبل وكالة التصنيف يستبعد إمكانية حصوله على تعويض كامل عن الضرر⁽⁵⁰⁾. بالمقابل، يرى أحد الفقهاء بأن إثبات الضرر أمراً مستحيلاً عندما يتعلّق الأمر بالضرر الواقع على الدولة جرّاء الخطأ في تصنيف الدين السيادي⁽⁵¹⁾.

وحتى في الأحوال التي يُمكن إثبات الخطأ فيها، يبقى من الضروري أيضاً بموجب التنظيم الأوروبي إثبات أثر المخالفة المرتكبة من قبل وكالة التصنيف على درجة التصنيف. إلا أن إثبات علاقة السببية بين المخالفة المرتكبة والضرر الحاصل يُعد مهمة حساسة جداً بالنظر إلى أنه ليس بالضرورة أن تُلحق المخالفة المرتكبة ضرراً بالمُصدر أو المستثمر. ويضرب الفقه مثلاً على ذلك عند بيانه أن عدم التزام وكالة التصنيف بإعمال قاعدة التناوب بين محلّيها الماليين يُعد مخالفة معاقباً عليها ولكن لا يُمكن إثبات وجود أثر لهذه المخالفة على جودة التصنيف⁽⁵²⁾.

بالإضافة إلى ما سبق، ووفقاً للبند الأول من المادة ٣٥ bis من التنظيم الأوروبي المذكور تلتزم الجهة المُصدرة التي تضررت من التصنيف بإثبات أن المخالفة المرتكبة التي أثرت على صحة التصنيف لم تكن ناجمة عن معلومات غير دقيقة أو مضلّلة زودتها هي لوكالة التصنيف. كذلك ينبغي على المستثمر المتضرر أن يُبرهن بأنه اعتمد بشكل معقول على التصنيف وأنه بذل العناية اللازمة لاتّخاذ قراره بالاستثمار في الأداة المالية محل التصنيف. ويسري هذا الحكم بشكل خاص على المستثمرين الذين لديهم القدرة على اللجوء إلى الخبراء قبل اتّخاذ قراراتهم الاستثمارية، مثل المصارف وشركات الاستثمار. وجدير بالذكر أن التزام المستثمر ببذل العناية

(50) Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », préc., p. 166.

(51) GAILLARD N., « Remettre la notation financière à sa juste place », préc., p. 47

(52) A. SOTIROPOULOU, « La responsabilité civile des agences de notation », Bull. Joly Bourse 2013, N° 1, p. 47, spéc. § 18, cite pa BELLIL F, préc., § 15.



اللازمة لا يُثير أي صعوبة عندما تكون درجات التصنيف هي المصدر الوحيد للمعلومات، كما هو الحال في الأدوات المالية الجديدة. بيد أن الحال يختلف عندما يتعلق الأمر بأدوات مالية سابقة حيث يُمكن للمستثمر الرجوع لمصادر أخرى غير درجة التصنيف مما يجعل عملية الإثبات أصعب وتزيد معها احتمالات رفض الدعوى^(٥٣).

نرى بالتالي مما سبق أن تأسيس مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني بالاستناد إلى قواعد التشريعين الأوروبي والأمريكي يصطدم بكثير من العقبات. وقد برّر البعض موقف المشرع الأوروبي برغبته بإقامة نوع من التوازن بين الحاجة لإيجاد نظام لمساءلة وكالات التصنيف الائتماني وبين ضرورة إبقاء سوق التصنيف الائتماني جاذباً لانضمام وكالات تصنيف جديدة. ويبدو هذا التوجه جلياً بتتبع موقف القضاء الإنجليزي الذي لطالما أظهر احجاماً عن فرض واجب الرعاية على وكالات التصنيف الائتماني في مواجهة المستثمرين، لا سيما الذين لا يرتبطون معها بروابط عقدية، فضلاً عن مواجهته صعوبة في إثبات مسؤولية وكالات التصنيف في مواجهة هؤلاء المستثمرين بالنظر لخصوصية نشاط التصنيف^(٥٤).

وعلى الرغم من الحجة السابقة، فليس من المؤكّد أن نظام المساءلة المدنية الذي أقرّه المشرع الأوروبي قد نجح بإقامة التوازن المرغوب. ففي الواقع لم يشمل نظام المساءلة الأوروبي أو حتى نظيره الأمريكي التصنيف المضللّ وإنما شمل فقط المخالفات الواردة على الالتزامات المنصوص عليها في التشريع. وبالتالي لم يضع التشريعيان نظاماً متكاملًا للمسؤولية المدنية، الأمر الذي يستلزم الرجوع للقانون الوطني في المسائل غير المنصوص عليها فيها، وهو أمر لا يسمح فعلياً بتجاوز العقبات.

(53) F. BELLIL, préc., § 16.

(٥٤) لمزيد من التفاصيل، راجع:

K. ALEXANDER, "Tort Liability for Rating of Structured Securities under English Law", University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series, No 2015-6, paper available on: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2547517

الفرع الثاني

تضارب التشريعات الوطنية في ظل الطبيعة العالمية للتصنيف الائتماني

إن أحد أهم الصعوبات التي تتعلق بتفعيل المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني تتمثل بالطبيعة العابرة للحدود لأنشطة وكالات التصنيف الائتماني. وبالتالي، فإن تحديد القانون الواجب التطبيق والمحكمة المختصة في حال حدوث نزاع تطرح العديد من الإشكاليات. فعملية التصنيف لا تقتصر على منطقة جغرافية واحدة نظراً لأن التصنيف يمكن أن يؤثر على العديد من المستثمرين المتواجدين في دول عدة. وحيث أن وكالات التصنيف أنجلو سكسونية النشأة، غالباً ما تختار في عقودها تطبيق قانون ولاية نيويورك أو القانون البريطاني، وذات الأمر بالنسبة للقضاء المختص، حيث تجد وكالات التصنيف أن تشريعات تلك الدول هي أكثر حماية لها من التشريعات الأخرى ولا سيما التشريع الفرنسي⁽⁵⁵⁾، خصوصاً فيما يتعلق بشروط تحديد المسؤولية.

أولاً: فيما يتعلق بقواعد الاختصاص التشريعي

إن تحديد القانون الواجب التطبيق على دعوى المسؤولية المدنية ضد وكالات التصنيف الائتماني مسألة في غاية الأهمية. فمن جهة، أشارت المادة ٣٥ bis من التنظيم الأوروبي لعام ٢٠٠٩ إلى أن مصطلحات "الضرر، النية، الإهمال الجسيم، الاعتماد المعقول، العناية الواجبة، التأثير المعقول والمتناسب" الواردة في البند الرابع منها يتم تفسيرها وتطبيقها وفقاً للقانون الوطني المختص بحسب قواعد الاسناد في القانون الدولي الخاص. من جهة ثانية، نص التشريع الأوروبي صراحة على أن مسائل المسؤولية المدنية التي لم يشملها بالتنظيم بما في ذلك علاقة السببية ومفهوم الإهمال الجسيم تخضع جميعها للقانون الوطني المختص وفقاً

(55) CLEDAT X, préc., n° 96.



لقواعد الإسناد الأكثر ملاءمة⁽⁵⁶⁾. إلا أن قواعد تنازع القوانين المعمول بها في الاتحاد الأوروبي تبدو غير متلائمة مع النزاعات الناشئة في مجال المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، ويرجع ذلك إلى الطبيعة الخاصة لدرجات التصنيف الائتماني والتي تتميز بأنها "متعددة المواقع وعابرة للحدود"⁽⁵⁷⁾. وبالتالي تُثير إشكالات تفسير مختلفة لتحديد القانون الواجب التطبيق. حيث يرى الفقه⁽⁵⁸⁾ بأن الإشارة إلى "القواعد الأكثر ملاءمة" الواردة في التنظيم الأوروبي يجب أن تُفهم وتُفسر على أنها إحالة إلى اتفاقية روما الثانية⁽⁵⁹⁾ التي تعمل على توحيد قواعد تنازع القوانين المتعلقة بالالتزامات غير التعاقدية. ولكن بالرجوع لأحكام هذه الاتفاقية، نجد بأنها جاءت خالية من أي حكم يتعلّق بالمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف بشكل خاص أو بالقطاع المالي بشكل عام، مما يستوجب تطبيق القاعدة العامة المنصوص عليها في المادة 1، 4 من هذه الاتفاقية والتي مفادها أن القانون المطبق على التزام غير تعاقدى ناشئ عن فعل ضار هو قانون الدولة التي حدث فيها الضرر وبغض النظر عن مكان حدوث الفعل الضار أو حدوث الآثار غير المباشرة لذلك الفعل. لكن تحديد قانون الدولة التي وقع فيها الضرر مسألة حساسة وتُثير صعوبات عديدة. ولتوضيح هذه الصعوبة يُعطي الفقه مثلاً لحالة تم فيها صدور درجة التصنيف عن أحد وكالات التصنيف التي تقع في أمريكا، إلا أن تنفيذ أعمال تحليل المخاطر فيها تولّته أحد الشركات الأوروبية التابعة لها. أما السند محل التصنيف، فيمكن أن يكون صادراً بناءً على قروض عقارية متعلّقة بعقارات واقعة في فرنسا وألمانيا من إيرلندية مثلاً وبالاستناد إلى القانون الإنجليزي. أما المستثمرين المتضررين من انخفاض قيمة السندات والذين استندوا على التصنيف المذكور في قراراتهم الاستثمارية، فمن الممكن أن يكونوا

(56) Considérant n° 35, Règl. CE 462/2013.

(57) A. MATHIAS, « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », Revue critique de droit international privé, 2011.3.581, n° 23.

(58) Ibid, n° 22 et s.

(59) Règl. 864/2007.



منتشرين في عدة دول مختلفة^(٦٠).

ولمواجهة هذه الصعوبة اقترح بعض الفقه^(٦١) تطبيق شرط الاستثناء (la clause d'exception) الوارد في المادة ٣, ٤ من اتفاقية روما بشكل تلقائي في مجال التصنيفات الائتمانية، إذ يسمح هذا الشرط باستبعاد تطبيق نص المادة ١, ٤ من هذه الاتفاقية لصالح القانون الذي يرتبط معه النزاع بروابط أمتن بالنظر لمجمل الظروف. ويُؤخذ على المقترح السابق أنه وإن كان تطبيق شرط الاستثناء في حالات معيّنة، كالمثال المذكور أعلاه، يبدو ملائماً، إلا أن تطبيقه على نحو دائم من شأنه أن يؤدي إلى التحايل على الغاية من وجود شرط الاستثناء والذي يُفترض أن يُطبق على نحو استثنائي وفي حالات محددة فقط. فضلاً عن أن اللجوء لشرط الاستثناء لتحديد القانون الواجب التطبيق في دعاوى المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف من شأنه أن يؤثر على القدرة بالتنبؤ بهذا القانون، وبالتالي يُهدد الأمان القانوني للأطراف بشكل مُعابر للأهداف التي وضعتها المشرع الأوروبي، وهو ما يستوجب البحث عن حلول أخرى.

لذا اتجه فريق آخر من الفقه إلى تحديد مكان وقوع الضرر بمكان مقر وكالة التصنيف الائتماني أو مكان إقامة المستثمر بحسب الأحوال على اعتبار أن الضرر الناشئ عن أخطاء التصنيف هو ذو طبيعة مالية أو اقتصادية^(٦٢). وفي الفرضية التي يتعدّد فيها المستثمرون المتضررين من التصنيف سيؤدّي ذلك حتماً إلى تطبيق قانون مختلف على كل طلب تعويض على الرغم من أن جميع الأضرار قد نجمت عن نفس التصنيف، وقد يُساعد اللجوء لرفع دعوى

(60) C. MAHEU, préc., p. 604.

(61) W. G. RINGE and A. HELLGARDT, « The International Dimension of Issuer Liability – Liability and Choice of Law from a Transatlantic Perspective », Oxford Journal of Legal Studies, vol. 31, 2011, p. 23, cité par F. BELLIL, préc., § 21.

(62) M. LEHMANN, « Proposition d'une règle spéciale dans le règlement Rome II sur les délits financiers », Revue critique de droit international privé, 2012, p. 485, F. DENIS, « La nouvelle responsabilité civile des agences de notation », Revue Lamy droit des affaires, no 65, novembre 2011, p. 73, cités par F. BELLIL, préc., § 22.



جماعية في تجاوز تلك الإشكالية⁽⁶³⁾. كما يقترح ذات الفقه تبني ذات التفسير بالنسبة للقضاء المختص بحيث يتم تحديد المحكمة المختصة وفقاً لمقر أو مكان إقامة المتضرر، حيث يُحِيل أيضاً التنظيم الأوروبي رقم ٢٠١٣/٤٦٢ على القانون الوطني المختص وفقاً لقواعد تنازع الاختصاص⁽⁶⁴⁾، وهو حل له العديد من المزايا: فمن جهة، من شأن هذا التفسير أن يسمح للقاضي بتطبيق قانونه الوطني، ومن جهة أخرى يتماشى هذا الحل مع أهداف التشريع الأوروبي بشأن وكالات التصنيف حيث يعمل على تحقيق مصلحة المستثمر من خلال تسهيل ملاحقة وكالات التصنيف دون الإضرار بهذه الأخيرة⁽⁶⁵⁾.

ولا شك أن تفسير "مكان وقوع الضرر" على أنه مكان إقامة المتضرر من شأنه أن يضمن للمستثمر تطبيق قانون دولته، وأن يساهم في التنبؤ بالقانون المطبق دون أن يكون بالضرورة القانون الأصلح للمستثمر وهو بذلك يُحقّق نوعاً من التوازن بين مصلحة المستثمر أو الجهة المُصدرة ومصلحة وكالة التصنيف⁽⁶⁶⁾.

ولا شك أن تفسير قواعد تنازع القوانين الأوروبية على هذا النحو ليس من شأنه إخفاء القصور وعدم الفاعلية اللذان يشوبان نظام المسؤولية المدنية الأوروبي. صحيح أن الاتحاد الأوروبي نجح في وضع إطار تنظيمي لتسجيل وكالات التصنيف الائتماني والرقابة على

(63) Art. 35 bis, 4.

(64) S. CORNELOUP, « La place du règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers », Cahier de droit de l'entreprise, N° 6, novembre 2012, doss. 30.

(65) ويستتج ذلك صراحة من الحثيتين رقم ٣٢ و٣٥ من التنظيم الأوروبي رقم ٢٠١٣/٤٦٢ واللذان تنصان على أن "المستثمرين والمصدرين ليس بمقدورهم دوماً إقامة مسؤولية وكالة التصنيف، حيث يكون ذلك صعباً في الحالات التي لا يرتبط فيها المستثمر أو الجهة المُصدرة برابطة عقدية، ومثال ذلك الحالة التي لا يتم فيها التصنيف بناءً على طلب من المستثمر أو الجهة المُصدرة"، كما ينبغي "وعلى وجه الخصوص أن تتاح للدول الأعضاء إمكانية الإبقاء على أنظمتها الوطنية فيما يتعلق بالمسؤولية المدنية والتي تكون أكثر ملاءمة للمستثمرين والمصدرين وذلك فيما يخرج عن نطاق تطبيق هذا التنظيم رقم ٢٠٠٩/١٠٦٠".

(66) F. BELLIL, préc., § 22.



أنشطتها في المنطقة الأوروبية، إلا أنه أخفق عندما وضع نظام مساءلة مدنية يُحيل في أهم المسائل المتعلقة بها إلى القوانين الوطنية، محفزاً بذلك ما يُعرف بظاهرة تسوّق القانون (law shopping) بحيث يُتيح لوكالات التصنيف الائتماني اختيار القانون الأنسب لها ليُطبق على النزاع. وبذلك فإن التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣ لم يعمل إلا على إخفاء الاختلافات القائمة بين التشريعات الوطنية لدول الاتحاد الأوروبي^(٦٧).

ثانياً: فيما يتعلّق بصحة شروط تحديد المسؤولية المدنية

اعتادت وكالات التصنيف الائتماني تحديد مسؤوليتها أو استبعادها فيما يتعلق بالخسائر المترتبة على خطأ أو عدم دقة عملية التصنيف. إذ عادةً ما ترد هذه الشروط في العقد المبرم بين وكالة التصنيف والجهة المُصدرة، كما قد ترد في الشروط العامة لاستخدام درجات التصنيف الواردة على المواقع الإلكترونية لهذه الوكالات. وبذلك يتجاوز نطاق هذه البنود العقد المبرم ما بين الوكالة والجهة المُصدرة، ويمتد ليطال المستثمر الذي يستخدم هذه التصنيفات، حيث يتطلّب استخدام درجات التصنيف الموجودة على مواقع وكالات التصنيف التسجيل ومن ثم الموافقة على شروطها العامة. ويثار التساؤل حول مدى انطباق هذه الشروط على المستثمر الذي يعتمد في قراره الاستثماري على درجة تصنيف منشورة في إحدى الصحف. في هذه الحالة لن يُتاح للمستثمر أخذ العلم بالشروط العامة لاستخدام التصنيفات، وبالتالي فمن غير المرجح أن يُقرر القضاء فرضها عليه.

إن فاعلية شروط تحديد المسؤولية لا تتعارض بالضرورة مع إمكانية إنفاذ مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني، ذلك أنه من الضروري ألا تُؤدّي المساءلة المدنية إلى تعريض نشاط وكالات التصنيف الائتماني للخطر وتهديد وجودها من خلال تعريضها لمساءلة مدنية غير محدودة. وعليه فإن السماح بمثل هذه البنود، ضمن شروط محدّدة، قد يكون وسيلة لتجنبّ هذا

(67) Idem § 23.

المأزق^(٦٨).

وتجدر الإشارة إلى أنه وقبل صدور التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣، كانت مسألة صحة شروط تحديد المسؤولية تحتل تفسيرات مختلفة نظراً لتباين التشريعات المحلية فيما بينها، والتي كانت في أغلبها تُطبق القواعد العامة في المسؤولية. أما التشريع الفرنسي فقد كان له موقفاً مغايراً بهذا الصدد، حيث أدخل القانون البنكي والمالي لعام ٢٠١٠ المادة ٥٤٤/٦ في مدونة قانون النقد والمال الفرنسي والتي كانت تنص على بطلان الشروط التي تستبعد بموجبها وكالات التصنيف الائتماني مسؤوليتها في العقود المبرمة مع المصدرين^(٦٩). وقد أدى تبني هذا النص إلى اشتراط وكالة التصنيف Moody's على جميع الجهات المصدرة التي ترغب بالتعاقد معها التوقيع على عقود تخضع بموجبها للقانون الإنجليزي وذلك بهدف استبعاد تطبيق القانون الفرنسي برمته^(٧٠).

إلا أنه بعد صدور التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣ أصبحت شروط استبعاد المسؤولية لاجية في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، حيث نصت المادة ٣٥ bis في فقرتها الثالثة على بطلان شروط استبعاد المسؤولية وكذلك عدم فاعلية شروط تحديد المسؤولية في حال كانت غير معقولة أو غير متناسبة وغير مصرح بها في القانون الوطني المختص وفقاً لقواعد الإسناد. وبهذا القيد لم يحسم التنظيم الأوروبي الأمر بشكل بات بخصوص شروط تحديد المسؤولية وترك الأمر للسلطة التقديرية للقاضي المختص. وفي ضوء الصعوبات المرتبطة بعملية التصنيف، فقد يُحشى بأن يحكم القضاء بصحة هذه الشروط على اعتبار أنها متناسبة ومعقولة، فضلاً عن تأثره بقانونه الوطني، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي في ظل اختلاف الأنظمة القانونية إلى حالة من

(68) Dans ce sens : F. BOUGUERRA, « L'impact des nouvelles mesures législatives et réglementaires sur la fiabilité de la notation de crédit », préc., p. 65.

(٦٩) وذلك قبل إلغاء هذا النص بموجب قانون ٧٢٧-٢٠١٨ بتاريخ ١٠/٨/٢٠١٨.

(70) Sénat France, Agences de notation : pour une profession réglementée, préc., p. 164.

عدم اليقين القانوني.

وبالرجوع للتشريع الإماراتي، نلاحظ أن المشرع ومن خلال قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٣/م.ر) لسنة ٢٠٢١ بشأن كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وتوفيق الأوضاع قد اتخذ موقفاً واضحاً وصريحاً من شروط تحديد المسؤولية والإعفاء منها بعدما كان القرار السابق رقم (١٨/م.ر) لسنة ٢٠١٨ بشأن تنظيم ترخيص وكالات التصنيف الائتماني خالياً من أي إشارة بهذا الصدد، حيث نصت المادة ٨/٣ من الكتيب صراحةً على التزام الجهة المرخصة "بالامتناع عن وضع أي شرط يعفيها أو يحد من مسؤوليتها الناشئة عن مزاولتها لنشاطها المالي سواء كان ذلك بموجب شروط تقديم الخدمة أو اتفاقية العملاء أو أي وسيلة أخرى ما لم تمثل قوة القاهرة أو حالة طوارئ، ويقع باطلاً أي شرط يتضمن الإعفاء أو الحد من تلك المسؤولية". وإذا كان موقف المشرع الإماراتي من شروط الإعفاء من المسؤولية قد جاء متوافقاً مع موقف المشرعين الأوروبي والأمريكي، إلا أنه امتاز عنها بأن جاء أكثر تشدداً في مواجهة شروط تحديد المسؤولية حين اعتبرها باطلة في جميع أشكالها وذلك ما لم ترتبط بحالات قوة القاهرة أو حالة طوارئ. وإذا كان هذا الموقف يبدو محموداً في ظاهره لأنه يهدف إلى إضفاء حماية أكبر للمستثمرين وللجهات المصدرة، إلا أن تطبيقه عملياً وبشكل مطلق قد يُخشى معه التأثير على سوق التصنيف الائتماني في الدولة وكذلك تهرب وكالات التصنيف الأجنبية من تطبيق القانون الإماراتي كما حدث بخصوص التشريع الفرنسي قبل توحيد موقف التشريع الأوروبي بموجب التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣.

وبسبب الصعوبات السابق ذكرها، والتي تحول دون إرساء مسؤولية مدنية فاعلة لوكالات التصنيف الائتماني عن أعمالها، فقد اقترح البعض الاكتفاء بنشر المخالفات المرتكبة من قبل وكالات التصنيف في الصحف الاقتصادية بدلاً من محاولة إرساء نظام خاص



بالمسؤولية المدنية^(٧١)، إلا أن هذا المقترح غير مجدٍ لسببين: أولهما، أن هنالك نظام مساءلة إدارية قائم في جميع التشريعات من خلال العقوبات التي تصدر من قبل هيئات الرقابة الوطنية والإقليمية وتُنشر في نشرات خاصة مثل تلك التي تصدر عن هيئة الرقابة على أسواق المال الأوروبية^(٧٢)، ثانيهما، أن المسؤولية المدنية في حال إقرارها تُؤدي وظيفة مزدوجة، إذ لا تقتصر على جبر الأضرار الفعلية وإنما منع حدوثها أيضاً.

ومما لا شك فيه أنه في ظل الوضع التشريعي الحالي، وفي سبيل مواجهة المنافسة القوية بين التشريعات الوطنية للدول المختلفة الناجمة عن التباين فيما بينها، والتصدي للسيطرة العالمية لوكالات التصنيف الائتماني، بات من الضروري إرساء نظام مساءلة مدنية فاعل ومتناسق على المستوى الدولي على نحو يضمن انتعاش اقتصادي طويل الأمد يُجَنَّب حدوث أزمات مالية جديدة.

المبحث الثاني

الحلول المقترحة لتنفيذ المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني

تأسيساً على ما سبق بيانه، فإن أحكام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني سواء على صعيد التشريعات الوطنية أو التشريعات الإقليمية ما زالت غير ناضجة وغير فاعلة، فضلاً عن أن التشريعات الوطنية مختلفة فيما بينها مما يجعل وكالات التصنيف الائتماني تُمارس عملية تسويق القانون الأصح لها وهو بالطبع القانون الذي يُوفّر حماية أقل للمستثمر أو الجهة

(71) Norbert Gaillard, « Quelle réglementation pour l'industrie de la notation ? », SciencesPo, décembre 2012, p. 6 disponible sur le site suivant :

www.sciencespo.fr/ceri/sites/sciencespo.fr/ceri/files/notation_ng.pdf

(72) وتلك التي تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، حيث تنص المادة ١٧ / ٢ من كتيب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وتوفيق الأوضاع على وجوب نشر الجزاءات الصادرة عن الهيئة في صحيفتين يوميتين تصدران في الدولة إحداهما باللغة.



المُصنِّفة. ومن هنا لا سبيل لتفعيل قواعد المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني إلا من خلال تعزيز قواعد المسؤولية المدنية على الصعيد الوطني والإقليمي كخطة أولى (المطلب الأول)، تمهيداً لمحاولة توحيد هذه القواعد على الصعيد الدولي بما يكفل حماية شاملة ومتناهية للجميع (المطلب الثاني).

المطلب الأول

تعزيز قواعد المسؤولية المدنية على الصعيدين الوطني والإقليمي

لا يُمكن تفعيل قواعد المسؤولية المدنية الوطنية والإقليمية لوكالات التصنيف الائتماني بحيث تنجح في أداء وظيفتي الردع وجبر الضرر، إلا من خلال توسيع نطاق المسؤولية بحيث لا تقتصر على مخالفة الالتزامات المنصوص عليها من قبل هيئات الرقابة المختلفة، وبحيث تشمل التصنيف المضلل أو المعيب وإن لم يرتبط بالضرورة بمخالفة التزام محدد مسبقاً، هذا من جهة. ومن جهةٍ أخرى، لا بد من محاولة إقامة نوع من التوازن بين ضرورة المحافظة على ديمومة عمل وكالات التصنيف الائتماني وبين وجوب جبر الأضرار الناجمة عن سوء أدائها لمهامها. ويُمكن تحقيق ذلك من خلال إرساء التزام ببذل عناية على عاتق وكالات التصنيف الائتماني بحيث يُوسَّع من نطاق المساءلة (الفرع الأول) ويُقيم في ذات الوقت التوازن المطلوب (الفرع الثاني).

الفرع الأول

إرساء التزام ببذل عناية يكفل مسؤولية مدنية شاملة

لوكالات التصنيف الائتماني

صحيح أن عمل وكالات التصنيف الائتماني يتمحور حول إصدار آراء "تصنيفات مالية" لأدوات الدين، إلا أن هذه التصنيفات لا تصدر بشكل عشوائي وإنما تستند على معلومات تتمثل في البيانات المالية الخاصة للأدوات المالية والجهات المُصدرة لها، وبذلك فإن عمل



وكالات التصنيف يُشبه من حيث المبدأ عمل المحللين والمستشارين الماليين، وهو ما أكد عليه القانون الأمريكي Dodd Frank Act عندما شبه عمل هذه الوكالات بعمل مكاتب التدقيق والتحليل المالي لغايات الاعتراف بالطبيعة التجارية لأنشطة تلك الوكالات.

هذه الحقيقة تقودنا إلى الاستئناس بقرار مهم صادر عن محكمة استئناف باريس بخصوص دعوى تعويض مرفوعة ضد محللين ماليين، حيث قضت المحكمة بأن "الخطأ شبه التقصيري يشمل انتهاك واجب العناية والحيادية والذي هو نتيجة ملازمة لحرية التعبير عن الرأي، دون أن يستلزم بالضرورة إثبات قصد الإضرار".^(٧٣) وبالقياس الناجم عن التشابه في طبيعة العمل، فإن وكالات التصنيف الائتماني ينبغي أن تخضع كذلك لالتزامات بذل العناية والموضوعية والحيادية والدقة بحيث يؤدي خرقها إلى قيام مسؤوليتها. وعليه فإن إخضاع وكالات التصنيف للالتزام ببذل العناية سيسمح في حال خرق هذا الالتزام بالتعويض الفعلي عن التصنيفات الخاطئة أو المضللة^(٧٤).

ونرى بأن إدراج مثل هذا الالتزام في الأنظمة القانونية التي أخذت بالمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني من شأنه أن يعمل على تعزيز فاعلية المسؤولية المدنية حيث أنه سيؤدي إلى توسيع نطاق المسؤولية بحيث يُجاوز حالات خرق الالتزامات المنصوص عليها صراحةً في التشريع. وبذلك يكون بالإمكان تأسيس المسؤولية التقصيرية لوكالات التصنيف تجاه المستثمر على خرق الالتزام بالعناية والحذر المنتظر عادة من قبلها. وهذا يعني أنه يمكن للقاضي تقدير الخطأ الصادر عن وكالة التصنيف على ضوء المبادئ العامة الواردة في مدونة السلوك الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. صحيحٌ أن أغلب هذه المبادئ قد تم تضمينها في متن التشريعات المتقدمة مثل التشريع الأوروبي والأمريكي وكذلك التشريع

(73) CA Paris, 30 juin 2006, Banque et droit, 2006, N° 4, obs. DE VAUPLANE H.

(٧٤) انظر في هذا الاتجاه: F. BELLIL, préc., § 31.

الإماراتي^(٧٥)، إلا أن بعضها ما زال غائباً، ومن ذلك مثلاً التزام وكالة التصنيف بتوفير عدد كافٍ من المحللين الماليين، كون قلة عددهم هذا كانت في كثير من الأحيان السبب وراء فشل أو خطأ الوكالة في التصنيف الصحيح. ومن هنا يرى الفقه، ونحن نتفق معه، بأن تبني التزام ببذل العناية سيسمح مثلاً بتجسيد خطأ من قبلها في الفرض الذي لا تمتلك فيه موارد بشرية كافية لممارسة نشاطها^(٧٦).

وقد كان للمشرع الأسترالي السابق في النص على التزام وكالات التصنيف ببذل العناية اللازمة وكذلك تنظيم أنشطتها بما يتوافق مع ما جاء في مدونة السلوك المهني للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. بموجب ذلك تلتزم وكالة التصنيف بتبرير سبب عدم امتثالها للنصوص الواردة في هذه المدونة، كما يُمكن أن تتعقد مسؤوليتها تأسيساً على ذلك. وتُعد قضية Bathurst^(٧٧) المشار إليها سابقاً تطبيقاً حياً على ذلك^(٧٨)، حيث اعتبرت المحكمة الفيدرالية الأسترالية في قرار إدانتها لوكالة S&P بالتعويض بأن التصنيف الصادر عنها بخصوص الأدوات المالية مضملاً ويستند على معلومات غير دقيقة، وبأن وكالة التصنيف أهملت عندما لم تتكبد عناء التأكد من دقة المعلومات الواردة من المصرف المصدر للأدوات المالية بالرغم من أنها أدوات حديثة. كما ثبت للمحكمة من خلال رسالة الكترونية صادرة عن أحد الموظفين أن المحللين الماليين لدى الوكالة لم يكونوا متفقيين على درجة التصنيف وعلى الرغم من ذلك لم تُعدّل الوكالة التصنيف الصادر عنها. وفي مرحلة الاستئناف، اعترفت S&P بخطأ التصنيف الصادر عنها ولكنها دفعت بغياب الالتزام

(٧٥) حيث تبني قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن تنظيم ترخيص وكالات التصنيف الائتماني المبادئ الأربع التي جاءت في مدونة السلوك الصادرة عن الهيئة الدولية لهيئات الأوراق المالية في المواد (٩-١١).

(76) A. SOTIROPOULOU, préc., p. 47.

(77) Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd, préc.

(٧٨) وقد نادى بعض الفقه بضرورة تبني المحاكم الإنجليزية ذات التفسير الذي تبنته المحكمة الأسترالية للدفاع عن وجود واجب الرعاية بين وكالة التصنيف الائتماني والمستثمرين الذين تنشر لهم تصنيفاتها، انظر:

K. ALEXANDER, op. cit., p. 17.



ببذل العناية من قبلها لعدم توافر شروطه، لا سيما أن المستثمرين في القضية المعنية (١٣) مقاطعة أسترالية محلية) ليسوا بمركز المستثمر الضعيف وكان الأجدر بهم أن يستعلموا أكثر قبل اتخاذ قرارهم الاستشاري. إلا أن المحكمة رفضت هذا الدفع بقولها أن المركز الضعيف للمستثمرين تأتي هنا من تعقيد الأدوات المالية المعنية، وبالتالي فإن المستثمرين لم يكونوا قادرين على تحليل تلك الأدوات مما جعلهم معتمدين كلياً في هذا الأمر على التصنيف الصادر من S&P.

وعلى الرغم من أن فرص تكرار مثل هذه الواقعة تضعف كلما تعددت وتحددت التزامات وكالات التصنيف فيما يتعلق بجودة ومنهجيات التصنيف المتبعة ونشر المعلومات المتعلقة بها، كما هو الحال في التشريعين الأوروبي^(٧٩) والأمريكي^(٨٠)، إلا أن ذلك لا يحول دون احتمال صدور تصنيفات خاطئة لا سيما أن الرقابة التي تمارسها الهيئات الرقابية لا يمكن أن تشمل جميع المجالات، وهو ما يستدعي إرساء التزام ببذل عناية على عاتق تلك الوكالات.

وقد تميّز التشريع الإماراتي بهذا الصدد حينما خصّص المادة السادسة من الفصل الرابع من كُتَيْب القواعد الخاص بالأنشطة المالية وتوفير آليات الأوضاع الذي تم إقراره بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (١٣/ر.م) لسنة ٢٠٢١ للتأكيد على هذا الالتزام، حيث أرست المادة المذكورة والتي جاءت تحت عنوان "مزاولة النشاط المالي وفقاً لعناية الرجل الحريص" التزاماً عاماً ببذل عناية الرجل الحريص على جميع مقدمي الأنشطة المالية ومن ضمنهم وكالات التصنيف الائتماني. وتضمّنت المادة المذكورة الالتزامات المنبثقة

(٧٩) حيث أصدر المشرع الأوروبي التنظيم رقم ٢٠١٢/٤٤٧ بتاريخ ٢٠١٢/٣/٢١ والذي يُعد مكملاً للتنظيم الأوروبي لسنة ٢٠٠٩ حيث وضع معايير فنية تنظيمية بغرض تقييم مدى ملاءمة طرق التصنيف المتبعة من قبل وكالات التصنيف الائتماني. راجع:

Règlement délégué 447/2012 de la Commission du 21 mars 2012 complétant le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du conseil par des normes techniques de réglementation aux fins de l'évaluation de la conformité des méthodes de notation de crédit, JOUE N° L 140, 30 mai 2012, p. 14.

(80) Dodd act Franck, Sect. 934 (q).



عن الالتزام العام ببذل عناية الرجل الحريص في بنودها الستة حيث جاء فيها: "تلتزم الجهة المرخصة وجميع العاملين المعتمدين لديها بالآتي: ١. ممارسة النشاط المالي وتقديم الخدمة المالية للعميل بعناية الرجل الحريص لما يتمتعون به من خبرة واختصاص من خلال مزاوله المهام بدقة وعناية واهتمام دون أي اهمال واتخاذ جميع الإجراءات المعقولة وفقاً للظروف المحيطة والخبرة المكتسبة والتوقعات المستقبلية. ٢. مزاوله النشاط المالي والمهام الوظيفية وفقاً للشروط والضوابط التي صدر على أساسها الترخيص والاعتماد للموظفين وبمراعاة الأعراف التجارية والمبادئ العامة للجهة المرخصة والموظفين المعتمدين الواردة في الباب الثاني ومبادئ العدالة والمساواة. ٣. تحقيق مصالح العملاء وعدم التمييز بينهم، ومراعاة عدم تفضيل المصالح الشخصية أو مصالح الغير على مصالح العملاء. ٤. الامتناع عن القيام أو التعاون مع الغير للقيام بأي سلوك مضر أو مخادع أو احتيالي أو غش. ٥. الامتناع عن استغلال بيانات العملاء لتحقيق منافع أو مكاسب شخصية لأي منهم أو للغير. ٦. الامتناع عن نشر أي معلومات غير صحيحة أو مضللة". وبذلك وسَّع المشرع الإماراتي من نطاق مساءلة وكالات التصنيف الائتماني بحيث لم يقصر قيام المسؤولية على مخالفة التزامات محددة وإنما جعلها عامة ومرنة بحيث تستوعب بالإضافة إلى مخالفات الشروط والضوابط التي صدر الترخيص استناداً لها، الأعراف التجارية ومبادئ العدالة والمساواة، وهو ما من شأنه ترك سلطة تقديرية واسعة لقاضي الموضوع في تقدير الخطأ الذي تنعقد معه المسؤولية.

الفرع الثاني

إرساء التزام ببذل عناية يُقيم توازن بين استمرارية عمل

وكالات التصنيف والتعويض عن التصنيفات الخاطئة

يُثار التساؤل فيما إذا كان تفعيل قواعد المسؤولية من شأنه أن يعرّض مهنة وكالات التصنيف للخطر، حيث يرى بعض الفقهاء أن تشديد قواعد المسؤولية لا يتناسب مع طبيعة أنشطة وكالات التصنيف، ذلك أن التصنيف الائتماني ذو طبيعة تنبؤية بحيث يصعب التمييز أحياناً بين ما هو مجرد



تصنيف غير دقيق وبين ما الخطأ الصادر عن الوكالة⁽⁸¹⁾. فعلى سبيل المثال، لا يُمكن نسبة أي خطأ إلى وكالة التصنيف إذا كان تدهور الوضع المالي لأحد الجهات المُصدرة راجع لتغيرات غير متوقعة للظروف الاقتصادية. وعليه فإن التصنيف الخاطئ يجب أن يُفهم على أنه إخلال وكالة التصنيف بالتزام بذل العناية اللازمة الذي أدى إلى إصدار تصنيف غير صحيح نجم عنه خسائر اقتصادية. ويبدو لنا أن هذا التوجه يتلاءم مع طبيعة نشاط التصنيف، حيث لا تضمن وكالة التصنيف دقة التصنيف بالنسبة للمستقبل، ولكنها ملزمة ببذل العناية اللازمة والمعقولة في تنفيذ أعمال التحليل والتصنيف. كما يجب أن يبقى عبء إثبات الخطأ الصادر عن الوكالة على عاتق المدعي، وإن كانت هنالك قرائن ومؤشرات قد تُساعد أحياناً في الإثبات، كالحسارة الفجائية لقيمة الأداة المالية أو التدهور الفجائي لدرجة تصنيف مرتفعة⁽⁸²⁾.

أما بالنسبة لإثبات علاقة السببية بين الضرر الواقع على المستثمر أو على الجهة المُصدرة وإخلال وكالة التصنيف بالتزامها ببذل العناية فهو، كما أشرنا سابقاً، أمر يسير في الحالات التي يقع فيها التصنيف على أدوات مالية معقدة لا يمكن للمستثمر أن يملك فيها رؤية واضحة، بحيث تُشكّل درجات التصنيف المصدر الوحيد للمعلومة بالنسبة له. كذلك يُمكن للمؤسسات الاستشارية تأسيس دعوى المسؤولية على الإخلال بالتزام بذل العناية في الحالات التي تلتزم فيها بتكوين محفظتها المالية من أدوات مالية ذات تصنيف مرتفع وبالتالي لا تملك خياراً سوى الاعتماد على درجات التصنيف.

وإذا كان واجب بذل العناية مُلقى على عاتق وكالات التصنيف الائتماني في ممارسة أنشطتها، إلا أن ذلك لا يعني أن يعتمد المستثمرون ومختلف المتعاملين في السوق على درجات التصنيف بشكل كلي، فعلى الرغم من أهمية درجات التصنيف، إلا أنه يقع على عاتق هؤلاء التزام الحذر وبذل

(81) N. GAILLARD, « Remettre la notation financière à sa juste place », préc., p. 47.

(82) F. BELLIL, préc., § 37.



العناية اللازمة قبل اتخاذ قراراتهم الاستشارية. ويُفترض أن يخضع تنفيذ هذا الالتزام لتقدير قاضي الموضوع، إذ تختلف درجة العناية المطلوبة من صغار المستثمرين الذين ليسوا بمقدورهم تقييم دقة درجة التصنيف عن تلك المطلوبة من المؤسسات الاستشارية التي تلتزم بتقييم جودة الأدوات المالية بنفسها، وهذا ما أكد عليه صراحةً التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣ (٨٣).

ولا شك أن إرساء نظام خاص للمساءلة المدنية لوكالات التصنيف الائتماني يُخشى معه ازدياد وتيرة الأحكام الصادرة ضد هذه الوكالات على نحوٍ قد يُعَرِّضُها للإفلاس. وهذا ما يستلزم إقامة نوع من التوازن بين ضرورة إرساء نظام مسؤولية مدنية فاعل بحيث يضمن تعويض عادل لضحايا التصنيفات الخاطئة، وبين ضرورة تنظيم أحكام التعويض بحيث لا يتم تهديد مهنة التصنيف الائتماني. ولتحقيق هذا التوازن، يقترح الفقه حل من اثنين: الحل الأول يتمثل في تضمين نص في التشريع يُحدِّد سقف التعويض بمقدار ضعف الأجر السنوية في حال ثبوت مسؤولية وكالة التصنيف، ذلك أن ما تتقاضاه وكالات التصنيف من أجور يُشكِّل جزءاً صغيراً من الأرباح التي تُحصِّلها الجهة المُصدرة نتيجة التصنيف المضلل. أما الحل الثاني فيتحقَّق من خلال إلزام وكالات التصنيف بالحصول على وثيقة تأمين ضد المسؤولية أو من خلال تلبية متطلبات التأمين الذاتي لاحتياطي رأس المال وذلك للوقاية من مخاطر الإفلاس^(٨٤). ويُمكن جعل هذا التأمين من متطلبات الترخيص من قبل هيئات أسواق المال بحيث يعلم المستثمر مسبقاً بأن وكالات التصنيف تتحمل قادراً من المسؤولية في حال أصدرت تصنيفات مضللة.

ولا شك أن من شأن هذه الحلول المقترحة تحقيق التوازن المطلوب بين الرغبة في زيادة الرقابة على أنشطة وكالات التصنيف وبين إنزال الردع المالي ضمن سقف محدّد. فضلاً عن أن تحديد سقف أعلى للتعويض من شأنه أن يُسهِّل عملية الحصول على التغطية التأمينية.

(83) Considérant n° 35, Règl. CE 462/2013.

(84) MANNS Jeffrey, «Downgrading Rating Agency Reform», supra, p. 49.



ونخلص بالقول بأن التشريعات الحالية وعلى رأسها التشريعين الأوروبي والأمريكي، وعلى الرغم من أنه يُحسب لها تبنّيها لنظام خاص بالمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، إلا أن الأنظمة التي تبنتها بالمجمل وعلى اختلاف مضمونها ما زالت غير مكتملة ولا تُحقق مساءلة فاعلة ومتوازنة. ومن هنا فإن إرساء التزام بذل عناية على عاتق وكالات التصنيف استناداً لنصوص مدوّنة السلوك الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، من شأنه تجاوز الصعوبات المتعلقة بتحديد القانون واجب التطبيق، وكذلك توحيد الحلول على الصعيد الدولي. فضلاً عن الحفاظ على التوازن بين الأمان المطلوب لاستمرارية عمل وكالات التصنيف وتوسيع قاعدة الأساس القانوني للمسؤولية المدنية⁽⁸⁵⁾. وإذا كان هذا الحل كافياً كمرحلة تمهيدية انتقالية لتحقيق نوع من التنسيق بين التشريعات على الصعيد الإقليمي، إلا أن الأمر يتطلب وبلا شك سياسة تشريعية موحدة على الصعيد الدولي بالنظر للطبيعة العابرة للحدود لأنشطة وكالات التصنيف.

المطلب الثاني

توحيد قواعد المسؤولية المدنية على الصعيد الدولي

لا شك أن العلاقة الوثيقة بين اقتصاديات الدول وأسواق المال المختلفة هي أحد مظاهر العولمة التي يشهدها العالم. وإذا كانت هذه العلاقة عاملاً أساسياً لمضاعفة النمو الاقتصادي، فقد تكون أيضاً سبباً رئيسياً في حدوث الانهيارات المالية المدمّرة. وانطلاقاً من هذه الحقيقة، فإن آثار أنشطة وكالات التصنيف الائتماني تتسع نطاقاً لتشمل اقتصاديات كافة دول العالم وسكانه. وهو ما يعني أنه حتى في الفرض غير الموجود الذي تشهد فيه أنشطة وكالات التصنيف تنظيمًا صارماً ومساءلة فاعلة في بعض التشريعات الوطنية أو الإقليمية، فإن هذا لن يحول دون إمكانية إساءة تنفيذ وكالات التصنيف لأنشطتها خارج المناطق الجغرافية المنظمة

(85) F. BELLIL, préc., § 41.

محدثةً بذلك ردود فعل محتملة متتالية ومرتسلة بحيث تُؤثر سلباً على اقتصاد جميع الدول والمتعاملين في السوق المالي، بما فيهم المستثمرين والمتعاملين في الدول ذات التشريعات الصارمة. لذلك فإن التحدي الحقيقي الذي نواجهه لا يتمثل بإرساء نظام مساءلة على الصعيد الوطني أو حتى الإقليمي يهدف إلى عزل الممارسات غير المشروعة محلياً، وإنما إيجاد استراتيجية شاملة لضمان نموذج مساءلة ملائم على الصعيد الدولي.

في هذا الصدد تباينت آراء الفقهاء بين عدة خيارات، فالبعض تمسك بالخيار التشريعي، والبعض الآخر فضل الخيار السياسي، والبعض الأخير رأى في الخيار القضائي حلاً ناجعاً.

الفرع الأول

الخيار التشريعي

انطلاقاً من حقيقة مفادها صعوبة وضع تشريعات دولية موحدة وملزمة لجميع دول العالم، ارتأى جانبٌ من الفقه⁽⁸⁶⁾ أن التوحيد قد يتأتى من خلال تبني الدول للمبادئ التوجيهية الدولية النازمة لعمل وكالات التصنيف الائتماني، وبحيث يكون لكل دولة حرية تكيف هذه المبادئ بطريقة تلبي احتياجاتها المحلية وتتماشى مع إطارها التنظيمي المحدد. ويكون ذلك بشكل خاص من خلال تضمين مبادئ ونصوص مدونة السلوك الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية في تشريعات جميع الدول الأعضاء، بحيث تمثل هذه المبادئ والنصوص الحد الأدنى من الإطار التنظيمي لوكالات لتصنيف الائتماني، بالإضافة إلى قيام الدول بتبني نصوص متناغمة وملزمة في مجال الالتزامات الملقاة على عاتق تلك الوكالات. وبحيث تحدّد كل دولة الهيئة الرقابية المختصة والمخوّلة بإنزال العقوبات الملائمة لضمان التزام كل وكالة تصنيف بمدونة السلوك الخاصة بها والمعتمدة مسبقاً من قبل الهيئة. كما يُقترح أن يتم على الأقل إرساء قواعد المسؤولية القائمة على الإهمال أو على الخطأ الجسيم في التشريعات

(86) C. MAHEU, préc., p. 606.



الداخلية للدول الأعضاء ريثما يتم إرساء قواعد مسؤولية أكثر شمولية وصرحة. ونرى بأن لهذا المقترح مزايا عدة، حيث أنه يترك مرونة للدول في التفاصيل التي تتعلق بتطبيق المبادئ التوجيهية، حيث يأخذ بعين الاعتبار بأن أكثر من ٩٠٪ من وكالات التصنيف هي أمريكية وعليه لا يمكن إلزامها مثلاً بطرق تصنيف محددة لأن ذلك يُخالف ما جاء في التعديل الأول للدستور الأمريكي، وبالتالي لن يكون ضرورياً تبني طرق تصنيف محددة وإنما يكفي زيادة نسبة الالتزام بالإفصاح عن طرق التصنيف التي تتبعها وكالات التصنيف وعن مدونات السلوك الخاصة بها. ذلك أن هذا من شأنه التأثير على الجهات المصدرة عند اختيارها لوكالة تصنيف ما لتصنيف أدواتها المالية، مما يكون له أثراً على المستثمر عند شرائه للأدوات المالية^(٨٧).

وفي حال رحبت الدول الأعضاء بالمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية بالالتزام رسمياً بمدونة السلوك الدولية، يُثار التساؤل حينها حول من سيتولى مراقبة التزام الدول بتطبيق نصوص هذه المدونة؟ وفقاً لتقرير^(٨٨) Stiglitz الصادر عن اللجنة المشكلة لاستكمال أعمال مجموعة دول العشرين عام ٢٠٠٩ على أثر أزمة الرهون العقارية لعام ٢٠٠٨، فإن منظمة الأمم المتحدة هي المؤسسة الدولية الوحيدة التي يُمكن لها أن تجمع بشكل شرعي جميع دول العالم^(٨٩). وفي الواقع يبدو من غير المرجح أن يصل المجتمع الدولي إلى توافق تام حول الجهة الأكثر ملاءمة للقيام بهذه المهمة، فيما إذا كانت مجلس الأمن، الجمعية العامة للأمم المتحدة أم

(87) Ibid, p. 606 et 607.

(٨٨) صدر هذا التقرير عن لجنة مشكلة من قبل الرئيس الفرنسي ساركوزي آنذاك، برئاسة الاقتصادي جوزيف ستيجلitz والمكلفة بدراسة حدود مؤشر الناتج المحلي الإجمالي (GDP) باعتباره مقياساً للنمو الاقتصادي والتطور الاجتماعي في الدول والتحقق من طرق قياسه ودقة المعايير التي يقوم عليها.

J. STIGLITZ, Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress, 24 September 2009, available on:

<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/8131721/8131772/Stiglitz-Sen-Fitoussi-Commission-report.pdf>

(٨٩) وذلك على خلاف مجموعة العشرين التي ترى بأن توكل هذه المهمة لصندوق النقد الدولي.



صندوق النقد الدولي. ولا شك أن الأمر سيعتمد على الحلول الوسط التي يمكن أن تقبل بها الدول من أجل وضع حد لعدم الاستقرار المالي.

وبالرغم من ذلك فإن أصحاب الخيار التشريعي يتفقون مع تقرير Stiglitz في أن الجمعية العامة هي الجهة الوحيدة التي يُمكنها تمثيل المجتمع الدولي كونها أداة معيارية في المجال الاقتصادي وتتمتع بالشرعية اللازمة، وتستطيع بالتالي حماية البلدان الناشئة وفرض إطار موحد على جميع الدول التي يُحتمل أن يُؤسس لديها وكالات تصنيف الائتماني لاحتفال ارتكابها لأخطاء في أدائها لعملها تستوجب قيام مسؤوليتها⁽⁹⁰⁾.

الفرع الثاني

الخيار السياسي المركزي

يقوم هذا المقترح على وضع أنشطة وكالات التصنيف الائتماني تحت مظلة القانون الدولي العام وبحيث يتم تنفيذه من خلال إبرام معاهدة دولية تحت رعاية صندوق النقد الدولي أو منظمة الأمم المتحدة، مع إعطاء الدول الموقعة الحق بالانسحاب وعدم تطبيق بنود الاتفاقية، وهو أمر يعرض وبلا شك الدولة المنسحبة لخسارة ثقة المصدريين والمستثمرين في الأسواق العالمية والمحلية على حدٍ سواء.

بموجب هذه المعاهدة، يتم نقل أعمال التصنيف الائتماني إلى مؤسسات دولية، مثل صندوق النقد الدولي، وبحيث تُنشئ الوحدات الفنية لهذه المؤسسة الدولية وكالة تصنيف دولية عامة تتم إدارتها من قبل مجلس إدارة يُمثل أعضاؤه أكبر عدد ممكن من اقتصاديات وأسواق المال في العالم. وبحيث يتم توظيف عددٍ كافٍ من الكوادر المختصة بمساهمة ودعم

(90) C. MAHEU, préc., p. 607.



من المؤسسات المالية الدولية الأخرى^(٩١). ولكن يبقى السؤال مطروحاً حول إمكانية استمرار وكالات التصنيف الائتماني الخاصة بمزاولة أعمالها.

لا شك أن هذا المقترح من شأنه أن يُنشئ علاقة مباشرة بين نشاط التصنيف الائتماني والمسؤولية السياسية لجميع الجهات الفاعلة المعنية والمتمثلة بوكالة التصنيف الدولية ومجلس الإدارة والحكومات المشاركة والممولة لها. بالمقابل، يُؤخذ على هذا المقترح احتمالية أن تتم ممارسة ضغوطات مباشرة أو غير مباشرة، فضلاً عن إمكانية نشوء تضارب مصالح وتسويات معيّنة بين وكالة التصنيف ومجلس الإدارة والدول والحكومات المصدرة مما قد يُؤثر على جودة ومصداقية التصنيفات، وهو أمر قد يقوّض تماماً الأساس الذي يقوم عليه هذا المقترح والذي يتمثل بتعزيز مساءلة وكالات التصنيف الائتماني^(٩٢)، وهو ما قد يجعل الخيار القضائي غير المركزي يحظى بتأييد أكبر.

(٩١) وبالإضافة لصندوق النقد الدولي، يُمكن أن تكون تلك الجهة أحد شبكات البنوك المركزية، مثل البنك المركزي الأوروبي، البنك الفيدرالي الأمريكي، البنوك المركزية في إنجلترا والصين واليابان والبرازيل والمكسيك، وبنوك التنمية الأفريقية والآسيوية وبلدان القارة الأمريكية، كما يُمكن أن تتمثل في لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS)، ولجان دولية أخرى مقرّها بازل مثل اللجنة المالية العالمية، ولجنة بنك التسويات الدولية ومجلس الاستقرار المالي (FSB)، وكذلك المنظمات الدولية مثل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) ومجلس المعايير المحاسبية الدولية (IASB) والرابطة الدولية لمراقبي التأمين (IAIS). انظر في ذلك:

M. BUSSANI, préc., p. 254, N. GAILLARD, « Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? », Revue d'économie financière, 2011/1, N° 101, p. 73-86, spéc., p. 78 (٩٢) حيث يرى البعض أن القوى الكبرى والتي تُصدر أدوات دين خاضعة للتصنيف، مثل الولايات الأمريكية المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي والصين واليابان، قد تُشكّل قوة ضاغطة على وكالة التصنيف الدولية من أجل الحصول على تصنيفات تفضيلية لها أو لصالح حلفائها من القطاع الخاص أو شبه الخاص. انظر في ذلك:

N. VÉRON, "Rating Agencies: An Information Privilege Whose Time Has Passed, Bruegel Policy Contribution", 2009/01, 2, cite par M. BUSSANI, préc., p. 254.



الفرع الثالث الخيار القضائي اللامركزي

إن هذا المقترح يتمثل بفرض مسؤولية مشددة على المستوى الدولي عن السلوكيات الخاطئة لوكالات التصنيف الائتماني، بحيث تنعقد مسؤولية وكالات التصنيف وفقاً للانتهاك الخاطيء لأي من الالتزامات المحددة مسبقاً (والخاضعة للمراجعة بمرور الوقت) تجاه المصدرين والمستثمرين الذين تنطبق عليهم الشروط الواردة في المادة ٣٥ bis (١) من التنظيم الأوروبي لعام ٢٠٠٩ بنسخته المعدلة عام ٢٠١٣^(٩٣). أما بالنسبة لتحديد قائمة الالتزامات التي بانتهاكها تنعقد مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني، فيمكن مبدئياً الاستعانة بالقائمة الواردة في التشريعين الأوروبي والأمريكي، ومن ثم نقترح تطوير هذه القائمة لتوسيع نطاق المسؤولية على النحو الذي اقترحناه سابقاً لتشمل كل صور انتهاك الالتزام ببذل عناية الرجل الحريص.

ولغايات تفعيل مساءلة وكالات التصنيف وضمان حماية ضحايا التصنيفات الخاطئة وتجنبهم عبء الإثبات والصعوبات العملية الناجمة عن مشاكل تنازع القوانين، من الممكن إنشاء شبكة قضائية دولية تعنى بتطبيق ذات القواعد الموضوعية والإجرائية، وتستعين بمحاكم فرعية غير مركزية محلية و/ أو إقليمية. ولغايات تحديد الاختصاص المكاني لهذه المحاكم يُقترح أن يُؤخذ بعين الاعتبار مكان إقامة المدعي المتضرر من التصنيف الخاطيء، بينما يتم الطعن في الأحكام الصادرة عن هذه المحاكم لمحكمة عليا مركزية. وبحيث تتكوّن هذه المحكمة العليا من قضاة ومساعدين قضائيين مختصين من مختلف الدول، بالإضافة إلى توفير خبراء ماليين مستقلين^(٩٤).

وبالإضافة إلى اختصاصها بالحكم بتعويض ضحايا التصنيفات الخاطئة عن الأضرار المالية التي لحقت بهم، تُمنح هذه الشبكة القضائية صلاحية تعليق أو وقف أنشطة وكالات

(93) M. BUSSANI, préc., p. 254 et 255.

(94) Ibid, p. 255.



التصنيف المخالفة. كما يُمكن أن تختص هذه الشبكة بإيقاع العقوبات المتمثلة بالغرامات المالية عن المخالفات الجسيمة التي تصدر عن هذه الوكالات، وبحيث يتم أداء هذه المبالغ إلى صندوق يتم إنشاؤه خصيصاً لدفع التعويضات للمستثمرين المتضررين في حالات إفلاس وكالات التصنيف المعنوية. كما يُنصح بالزام وكالات التصنيف بالتأمين لدى شركات تأمين ضد مسؤوليتها المدنية بمبالغ وأسقف مالية تتلاءم مع نطاق أنشطة الوكالة المؤمن عليها^(٩٥).

ومما لا شك فيه أن مثل هذا الحل المقترح من شأنه تحقيق نوعاً من التوازن بين رغبة المشرعين بإصلاح أنشطة وكالات التصنيف وممارسة نوع من الرقابة عليها وبين إخضاعهم لنظام مسؤولية ملائم قائم على ضرورة تحديد التزامات وكالات التصنيف مسبقاً وتبني نظام مساءلة مدنية قائم على فكرة الخطأ البسيط على النحو الذي يبيّنه سابقاً. وبالطبع ما زال هذا المقترح بحاجة للتعديل والصلق؛ إذ هنالك العديد من المسائل التي تحتاج لحلول واضحة مثل طريقة تعيين القضاة، وآلية تمويل مصاريف التقاضي، وطرق صياغة القواعد الموضوعية والإجرائية المطبقة وآلية مراجعة قائمة التزامات وكالات التصنيف، وكذلك المسألة الحاسمة التي تتعلق بالسماح أو لا للمحاكم الوطنية بتطبيق قانونها الوطني، بما في ذلك القانون الدولي الخاص، عندما يكون هذا الأخير أصح للمدعي، وغير ذلك الكثير من المسائل الفرعية والتفصيلية^(٩٦).

ونختم بالقول بأنه وعلى الرغم من صعوبة الاختيار بين المقترحات السابقة، إلا أنه من المؤكد أن الوقت قد حان لأن يُدرك القانونيون والمشرعون في كل مكان الحجم الحقيقي للمشكلة وأن يُبادروا بالبحث عن حلول ذات طابع دولي. والسؤال الذي يفرض نفسه في هذه المرحلة: هل هناك من هو قادر على مواجهة التحديات المرتبطة بمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني؟ أم أنه ما زال علينا انتظار حدوث أزمة اقتصادية أخرى ونستمر لحينها في بكاء خسائرنا في الظلام؟

(95) Idem.

(٩٦) انظر: M. BUSSANI., préc., p. 257 والمراجع التي أشار لها.

الخاتمة

حاولت هذه الدراسة استقراء أكثر التشريعات القانونية تطوراً في مجال تنظيم أعمال وكالات التصنيف الائتماني للوقوف على مدى فاعليتها في إرساء مسؤولية مدنية عن الأضرار التي تنجم عن التصنيفات الخاطئة أو المضللة التي تصدر عن تلك الوكالات وتُلحق أضراراً مادية بالجهات المصدرة والمستثمرين على حدٍ سواء. كما حاولت البحث عن حلول من شأنها تعزيز قواعد المسؤولية على الصعيدين الوطني والدولي. وخلصت هذه الدراسة إلى النتائج والتوصيات التالية:

أولاً: النتائج:

- تباينت آراء الفقه ومواقف القضاء لفترة طويلة من الزمن حول الطبيعة القانونية لدرجات التصنيفات الائتمانية فيما إذا كانت مجرد آراء ذات طابع إعلامي محمية بموجب الحق في التعبير عن الرأي وتتفي معها كل أشكال المسؤولية، أم آراء ذات طابع تجاري تقوم بشأنها مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني في حال ارتكابها خطأً أو غشاً ألحق ضرراً بالجهات المصدرة أو بالمستثمرين، وخلصنا إلى أن التشريع الأمريكي والأوروبي حسماً هذا الخلاف لصالح الآراء التجارية وأقرّا بإمكانية مساءلة وكالات التصنيف الائتماني عن التصنيفات الصادرة عنها، بينما أقرّ المشرع الإماراتي ذلك ضمناً.

- لاحظنا أنه وعلى الرغم من الجهود التشريعية التي بُذلت لا سيما في الاتحاد الأوروبي وفي الولايات المتحدة لتأسيس نظام رقابة ومساءلة لوكالات التصنيف الائتماني، إلا أن هذه التشريعات ما زالت عاجزة عن إرساء نظام مساءلة فاعل وقابل للتطبيق العملي، وذلك لعدة أسباب تلخص برفع عتبة المسؤولية للخطأ والإهمال الجسيم وعدم الاكتفاء بالخطأ البسيط، ومن ثم صعوبة إثبات توفر شروط المسؤولية المدنية

والتي تقتضي إثبات الخطأ المرتكب من قبل وكالة التصنيف ومن ثم الضرر الذي لحق بالجهة المُصدرة أو المستثمر بحسب الأحوال وأخيراً إثبات علاقة السببية، وهي مهمة محفوفة بصعوبات عملية راجعة إما لعدم إمكانية ولوج المتضرر للمعلومات الدقيقة المرتبطة بالمخالفة المرتكبة من قبل وكالة التصنيف أو للطبيعة الاحتمالية للتصنيفات الائتمانية القائمة على فكرة التنبؤ بأحداث مستقبلية.

- تميّز التشريع الإماراتي عن التشريعين الأوروبي والأمريكي حينما أقرّ صراحةً التزام وكالات التصنيف الائتماني بممارسة مهامها وفقاً لعناية الرجل الحريص وبذلك وسّع نطاق المسؤولية المدنية لهذه الوكالات لتشمل الخطأ العادي.

- لم ينجح التشريعان الأوروبي والأمريكي بوضع نظام مساءلة مدنية متكامل لوكالات التصنيف الائتماني، حيث لم يتم شمول التصنيف المضلل أو المعيب بأحكام المسؤولية المدنية، وإنما شمل فقط مخالفات لالتزامات محدّدة منصوص عليها حصراً في التشريع وهو أمر عمل على تضيق نطاق المسؤولية. وذلك على عكس المشرع الإماراتي الذي لم يحدّد حالات انعقاد المسؤولية على مخالفة التزامات محدّدة وإنما جعلها عامة ومرنة بحيث تستوعب بالإضافة إلى مخالفات الشروط والضوابط التي صدر الترخيص على أساسها، الأعراف التجارية ومبادئ العدالة والمساواة، وبذلك منح القاضي سلطة تقديرية في تقدير الخطأ الذي تنعقد معه المسؤولية.

- لاحظنا أن التشريعات الوطنية المختلفة، ولا سيّما تشريعات دول الاتحاد الأوروبي، جاءت متضاربة وغير متسقة فيما بينها في مجال أحكام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، وازداد الأمر تعقيداً عندما أحال التنظيم الأوروبي للقانون الوطني في العديد من المسائل الجوهرية للمسؤولية غير المنصوص عليها، وهو ما سمح لوكالات التصنيف بممارسة ظاهرة "تسوّق القانون" الأصلح لها. وتبيّن لنا



- أن قواعد تنازع الاختصاص المعمول بها في الاتحاد الأوروبي غير متلائمة مع الطبيعة الخاصة لدرجات التصنيف الائتماني التي تتميز بأنها متعددة المواقع وعابرة للحدود، حيث تُشير إشكالات تفسير مختلفة لتحديد القانون الواجب التطبيق.
- أنهى التنظيم الأوروبي لعام ٢٠١٣ الاختلافات بين تشريعات دول الاتحاد الأوروبي بخصوص مدى صحة الشروط التي تستبعد بمقتضاها وكالات التصنيف الائتماني مسؤوليتها، حين اعتبرها لاغية في جميع دول الاتحاد الأوروبي، إلا أنه لم يحسم الأمر بخصوص مدى صحة شروط تحديد المسؤولية عندما ترك الأمر للسلطة التقديرية للقاضي المختص، مولدًا بذلك حالة من عدم اليقين القانوني تجاه تلك الشروط. بالمقابل حسم المشرع الإماراتي موقفه من هذه الشروط عندما اعتبرها باطلة سواء كانت تتعلق بالإعفاء من المسؤولية أو تحديدها.
- إن تعزيز مساءلة وكالات التصنيف الائتماني في التشريعات الوطنية أو حتى الإقليمية لن يحول دون إمكانية إخلال وكالات التصنيف الائتماني بالتزاماتها خارج حدود المناطق الجغرافية المنظمة على نحو يُؤثر سلباً على اقتصاد جميع الدول بها فيها الدول ذات التشريعات الصارمة، وهو ما يستلزم إيجاد حلول شاملة لضمان نموذج مساءلة متناغم على الصعيد الدولي. وفي هذا الصدد تبين لنا وجود عدّة خيارات منها التشريعي والسياسي والقضائي، وقد ثبت أن لكل مقترح مزاياه وعيوبه، إلا أننا نرى بأن المقترحين التشريعي والقضائي أكثر واقعية وقابلية للتطبيق من المقترح السياسي والذي يمكن أن تمارس في ظلّه ضغوطات سياسية وتنشأ معه حالات تضارب مصالح تتعارض مع الهدف الذي يقوم عليه.

ثانياً: التوصيات:

- ١- ضرورة توسيع نطاق المساءلة المدنية لوكالات التصنيف الائتماني وذلك من خلال إرساء التزام ببذل عناية على عاتقها يسمح بإلزامها بتعويض المتضررين عن

الأضرار الناجمة عن التصنيفات الخاطئة أو المضللة والتي لم تكن نتيجة لخرق أحد الالتزامات المنصوص عليها صراحةً، وذلك على غرار ما هو جارٍ حالياً في التشريع الأسترالي والتشريع الإماراتي.

٢- للتعامل مع إشكالات تفسير القانون الواجب التطبيق، فلا بد من تفسير لفظ "مكان وقوع الضرر" الوارد في التشريع الأوروبي على أنه مكان إقامة المتضرر لأن هذا التفسير سيسمح للقاضي بتطبيق قانونه الوطني من جهة، وسيُسَهِّل على المستثمر ملاحقة وكالة التصنيف من جهة أخرى، وهو ذات النهج الذي يجب اتّباعه لتحديد المحكمة المختصة بنظر النزاع.

٣- ضرورة تحقيق التوازن بين تفعيل قواعد المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني بحيث يتم حماية مصالح المتضررين من التصنيفات الخاطئة من خلال ضمان التعويض العادل، ووضع سقف أعلى للتعويض على نحو لا يُعَرِّض هذه الوكالات للإفلاس ويهدّد استمرارية عملها. وهو ما يفرض تضمين نص في التشريعات والأنظمة القانونية ذات العلاقة يُحدّد بموجبه سقفاً أعلى للتعويض و/ أو إلزام وكالات التصنيف بالتأمين ضد المسؤولية المدنية.

وننهي بالقول بأنه يجدر على المجتمع الدولي تحمّل مسؤولياته من خلال إنشاء إطار تنظيمي جامع وملزم ومتناغم في مجالات أسواق الأوراق المالية في جميع بقاع العالم، ذلك أن المسؤولية عن الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ أو الأزمات المالية التي رافقت انتشار فيروس كوفيد ١٩ كانت مشتركة ويجب أن تكون الحلول المتصورة لتفادي أزمات مماثلة مشتركة أيضاً.

تم بحمد الله وفضله،



قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- بلعزوز بن علي ومداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها، مداخلة مقدّمة للمؤتمر الدولي الرابع في الكويت، كلية العلوم الإدارية، بعنوان الازمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، ١٥-١٦ ديسمبر ٢٠١٦.
- محمد سليمان وعبد الكريم صالح، المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني عن سوء تقديرها للمخاطر الائتمانية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية والشرعية، المجلد ١٤، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١٧، ص ٢٦٣-٢٨٩.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- ALEXANDER (K.), "Tort Liability for Rating of Structured Securities under English Law", University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series, No 2015-6, paper available on: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2547517
- BELLIL (F.), « Pour une responsabilité civile européenne élargie des agences de notation de crédit », *Les annales de droit*, N° 13, 2019.
- BERGIER (Ch.), *Le contrôle international des agences de notation financière*, thèse, Université Cote d'Azur, 2018.
- BOUGUERRA (F.), « Réforme du cadre législatif et réglementaire des agences de rating », *Revue Française de gestion*, 2008/2, N° 182, p. 63-80, disponible sur le site : <https://www.cairn.inforevue-francaise-de-gestion-2008-2-page-63.htm/>.
- BOUGUERRA (F.), « L'impact des nouvelles mesures législatives et réglementaires sur la fiabilité de la notation de crédit », *La revue de science de gestion*, 2013/5, N° 263-246, p. 57-66, disponible sur le site : <https://www.cairn.inforevue-des-sciences-de-gestion-2013-5-page-57.htm/>
- BUSSANI (M.), « La responsabilité des agences de notation de crédit : brèves remarques sur un enjeu global », *Revue internationale de droit comparé*, vol.

65, N° 2, 2013, p. 239-258.

- COLLARD (F.), « Les agences de notation », *Courrier Hebdomadaire du CRISP*, 2012/ 31, p. 5-60, disponible sur le site : <https://www.cairn.info/revue-courrier-hebdomadaire-du-crisp-2012-31-page-5.htm/>
- CLEDAT (X.), « Agences de notation : la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile », *Revue Lamy Droit civil*, N° 96, 2012.
- CORNELOUP (S.), « La place du règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers », *Cahier de droit de l'entreprise*, N° 6, novembre 2012, doss. 30.
- GAILLARD (N.), « Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière », *Revue d'économie financière*, 2011/1, N° 101, p. 73-86, disponible sur le site suivant : <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2011-1-page-73.htm>
- GAILLARD (N.), « Remettre la notation financière à sa juste place », *Institut Montaigne*, Juillet 2012, p. 47, disponible sur le site suivant : https://www.institutmontaigne.org/ressources/pdfs/publications/etude_notation_financiere.pdf
- GAILLARD (N.), « Quelle réglementation pour l'industrie de la notation ? », *SciencesPo*, décembre 2012, disponible sur le site suivant : www.sciencespo.fr/ceri/sites/sciencespo.fr.ceri/files/notation_ng.pdf
- LEQUESNE-ROTH (C.), « La notation financière : instrument de l'action publique européenne », *Revue internationale de droit économique*, 2017/2, t. XXXI, p. 41 à 81, disponible sur le site suivant : <https://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2017-2-page-41.htm>
- MAHEU (C.), « Le droit international et la réglementation des agences de notation de crédit : vers une réglementation universelle ? », *Les cahiers de droit*, V. 45, N° 2-3, juin-septembre 2013, 587-608, disponible sur le site : : <https://doi.org/10.7202/1017625ar>
- MANN (J.), « Downgrading Rating Agency Reform », *The George Washington Law Review*, paper N° 2012-146, p. 49, available at: https://scholarship.law.gwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1854&context=faculty_publications
- MATHIAS (A.), « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Revue critique de droit international privé*, 2011.3.581.
- OZEN (R. C.), CONROY (B.), «Crédit rating agency reform in the US and



EU », *Harvard business school*, Avril 2012, p. 1.

- PICCIAU (Ch.), “The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis”, *European Company and Financial Law Review*, 19 September 2019, available on:
<https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ecfr-2018-0012/html>
- PETIJEAN (M.), « De l'(in)utilité des agences de notation », *Regards économiques*, N°18, septembre 2012.
- SEC, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examination of Select Credit Rating Agencies, 8 July 2008, available on:
<https://www.sec.gov/files/craexamination070808.pdf>
- Sénat France, « Agences de notation : pour une profession réglementée », *Rapport d’information*, N° 598, 18 juin 2012, p. 166, disponible sur le site suivant :
<https://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-11.pdf>
- SENAT et De VAUPLANE (H.), « Responsabilité des agences de notation : état des lieux en Europe et aux États-Unis », *Revue Banque*, N° 746, mars 2012
- STIGLITZ (J.), Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress, 24 September 2009, available on:
<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/8131721/8131772/Stiglitz-Sen-Fitoussi-Commission-report.pdf>.

Arabic references are Romanized

- Belazouz bin Ali and Madani Ahmed, *altasnif alaitimaniu bayn msbbb lil'azmat almaliat alealamiat walbahth ean makhraj laha, mudakhalatan mqddmt lilmutamar alduwalii alraabie fi alkuayt, kuliyat aleulum al'iidariati, bieunwan alaizimat alaiqtisadiat alealamiat min manzur 'iislami*, 15-16 December 2016.
- Muhammad Suleiman and Abdul Karim Saleh, *almaswuwliat almadaniat liwikalat altasnif alaitimani ean su' taqdiriha lilmakhatir alaitimaniati, majalat jamieat alshaariqat lileulum alqanuniat walshareiati, almujalad 14, aleadad 2, December 2017, s 263-289.*

