

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](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](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](mailto: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](mailto: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](mailto: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، سنتقسم 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، الملائة 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<sup>(١)</sup>، 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<sup>(٢)</sup>. وبالتالي تهدف هذه التصنيفات إلى تقييم الملائة 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-





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<sup>(٤)</sup>. 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<sup>(٥)</sup>، 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<sup>(٦)</sup>. 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>





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<sup>(9)</sup>. 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

(9) 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 17 من الفصل الخامس من الكتيب المذكور.



## المبحث الأول معوّقات 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 وتتفي 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 استشارية، 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"<sup>(13)</sup>.

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<sup>(14)</sup>. 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<sup>(15)</sup>. كما أشارت

(13) Moody's web site: [www.moody's.com](http://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<sup>(١٦)</sup>. 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<sup>(١٧)</sup>، أو إذا تمكّن المستثمر من إثبات الغش من جانب وكالة التصنيف، كما لو نشرت الوكالة معلومات خاطئة بهدف تضليل المستثمرين<sup>(١٨)</sup>. 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<sup>(١٩)</sup>.

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 الخاطئ هو الذي وجه قراراته الاستثمارية وألحق به الأذى<sup>(٢٠)</sup>.

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<sup>(٢١)</sup>.

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<sup>(٢٢)</sup> 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 أمريكا 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 فعليّاً 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 وأمريكا 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<sup>(٢٣)</sup>.

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<sup>(٢٤)</sup>.

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<sup>(٢٥)</sup>. 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<sup>(26)</sup>. 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<sup>(27)</sup>. 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 تيين 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<sup>(٢٨)</sup>. 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<sup>(٢٩)</sup> 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](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.





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

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. وتُرسي هذه المدونة<sup>(٣٤)</sup> 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<sup>(٣٥)</sup>.

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 لحداثة 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<sup>(٣٦)</sup>، 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<sup>(٣٧)</sup>، وذلك على النحو الذي سنبينه لاحقاً<sup>(٣٨)</sup>.

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<sup>(٣٩)</sup>. 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.





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<sup>(٤٣)</sup>، 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<sup>(٤٤)</sup>.

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





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

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<sup>(٤٩)</sup>.

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 المتطلبات 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





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<sup>(٥٣)</sup>.

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<sup>(٥٤)</sup>.

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](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2547517)





لقواعد الإسناد الأكثر ملاءمة<sup>(56)</sup>. 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"<sup>(57)</sup>. وبالتالي تُثير إشكالات تفسير مختلفة لتحديد القانون الواجب التطبيق. حيث يرى الفقه<sup>(58)</sup> بأن الإشارة إلى "القواعد الأكثر ملاءمة" الواردة في التنظيم الأوروبي يجب أن تُفهم وتُفسر على أنها إحالة إلى اتفاقية روما الثانية<sup>(59)</sup> 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.





جماعية في تجاوز تلك الإشكالية<sup>(63)</sup>. 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<sup>(64)</sup>، 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<sup>(65)</sup>.

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<sup>(66)</sup>.

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.



المأزق<sup>(٦٨)</sup>.

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<sup>(٦٩)</sup>. 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<sup>(٧٠)</sup>.

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.





بالمسؤولية المدنية<sup>(٧١)</sup>، 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<sup>(٧٢)</sup>، 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](http://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.





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".<sup>(٧٣)</sup> 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<sup>(٧٤)</sup>.

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. صحيح 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.





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<sup>(٧٩)</sup> والأمريكي<sup>(٨٠)</sup>، 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).





تصنيف غير دقيق وبين ما الخطأ الصادر عن الوكالة<sup>(81)</sup>. 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<sup>(82)</sup>.

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.





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 تبنّتها بالمجمل وعلى اختلاف مضمونها ما زالت غير مكتملة ولا تُحقّق 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<sup>(85)</sup>. 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 وملتسلة 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<sup>(86)</sup> أن التوحيد قد يتأتى من خلال تبني الدول للمبادئ التوجيهية الدولية الناظمة لعمل وكالات التصنيف الائتماني، وبحيث يكون لكل دولة حرية تكييف 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 وصراحة. 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<sup>(٨٧)</sup>.

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<sup>(٨٨)</sup> 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<sup>(٨٩)</sup>. 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.





من المؤسسات المالية الدولية الأخرى<sup>(٩١)</sup>. 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<sup>(٩٢)</sup>، 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.





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<sup>(٩٥)</sup>.

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 بيّناه 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<sup>(٩٦)</sup>.

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.



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



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](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](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](http://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](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, kuliyyat 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, almujaalad 14, aleadad 2, December 2017, s 263-289.*

