

شركات التصنيف الائتماني وحالات تعارض المصالح فيها

(دراسة مقارنة)

م.د جلال حسن حنتوش

جامعة اهل البيت (ع)

تاريخ استلام البحث ٢٠٢٢/٧/٢ تاريخ قبول البحث ٢٠٢٢/٨/٧ تاريخ نشر البحث ٢٠٢٣/٣/٣٠

<https://doi.org/10.61353/ma.0120447>

قامت بعض الدول الرائدة بوضع قوانين تعالج تعارض المصالح في هذه الشركات على الرغم من أنّ هذه المبادرات خجولة وفي بدايتها أو بضم بعض المواد التي تعالج هذه الحالات ضمن قوانين من دون تشريع قانون موحد وخاص بتعارض المصالح ، الهدف من وراء هذا كلّه ضمان حسن الإدارة بما يؤكد على نزاهتها وشفافيتها أمام الجمهور . ويمكن القول إنّ تعارض المصالح هو ظرف أو حالة واقعية تنشأ في الفرض الذي يكون فيه الشخص نفسه مكلفا بمتابعة أو إتمام مصلحة أو أكثر ، وذلك عندما تكون هذه المصالح متناقضة أو متعارضة ، ومن أجل الوصول إليها لا بد أولاً من بيان مفهوم تعارض المصالح في شركات التصنيف الائتماني ، ومن ثم بيان حالات تعارض المصالح الناشئ عن ممارسة هذا النشاط في سوق الأوراق المالية ، لذلك سنقسم هذا البحث على مطلبين: يدرس الأول مفهوم تعارض المصالح في شركات التصنيف الائتماني ، أما الثاني ، فسنتناول فيه حالات تعارض المصالح في شركات التصنيف الائتماني .

Some of the leading countries have enacted laws dealing with conflicts of interest in these companies, although these initiatives are shy and at their beginning, or they have included some articles that deal with these cases within laws without enacting a unified law specific to conflicts of interest. The aim behind all of this is to ensure good management, which confirms Integrity and transparency to the public.

It can be said that the conflict of interests is a circumstance or a realistic situation that arises in the hypothesis in which the same person is assigned to follow up or complete two or more interests, when these interests are contradictory or conflicting, and in order to reach them, the concept of conflict of interest in credit rating companies must first be explained, Then a statement of cases of conflict of interest arising from the practice of this activity in the stock market, so we will divide this research into two requirements, the first in which we will deal with the concept of conflict of interest in credit rating companies, while the second, we will deal with cases of conflict of interest in credit rating companies.

الكلمات المفتاحية: تعارض المصالح، شركات التصنيف الائتماني، الإدارة.



المقدمة

إنَّ البحث في موضوع تعارض المصالح في شركات التصنيف الائتماني لم يتأتَّ من فراغ ، فأينمَّا وجد الفرد والمجتمع ظهَّرت الحاجة إلى التعامل بالبيع والشراء ؛ وذلك لأنَّ أسواق الأوراق المالية تُعدُّ من أهم القنوات في توفير الموارد المالية وجذب القطاع الخاص ، فهي تُعدُّ قنوات جاذبة وسليمة أمام الأفراد ولاسيَّما صغار المستثمرين ، وأتمَّ أداة فاعلة في تشجيع التنمية الاقتصادية وإثرائها ، ولكنَّ ومع انتشار ظواهر تعارض المصالح في قطاعات المجتمع جميعها، بما في ذلك القطاع الخاص وتحديدًا سوق الأوراق المالية ، إذ تسهِّم المصالح الشخصية والمحابة في تسيير المهمات وسرعة إنجازها ، وتراكم الأرباح لصالح فئات دون سواها ، ومما لا شك فيه أنَّ المتعاملين في مجال الأوراق المالية لهم أهداف ومصالح ، وقد تكون مادية ومعنوية، وسنبين هذا الموضوع بالفقرات الآتية :

أولاً: التعريف بموضوع البحث :

انتشر صيت وكالات التصنيف الائتماني في السنوات الماضية عبر سلسلة من الأحداث بدأت بفشلها في تقدير المخاطر المتعلقة بسندات الرهون العقارية والسندات الهيكلية ، التي أدت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية في نهاية عام ٢٠٠٨ ، وتعرضها لانتقادات واسعة على إثر ذلك ، وربما كان من نتائج ذلك أنَّ هذه الوكالات صارت تتخذ مواقف أكثر تشدداً من ذي قبل في تقدير المخاطر التي كان آخرها تخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة الأمريكية من قبل ستاندرد آند بورز .

وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بشكل عام بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات، وتعدُّ قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات .

إنَّ وكالات التصنيف الائتماني تصدر آراءً مستقلة وعامة في الغالب، وأراءً مؤسسة على معلومات ومعطيات اقتصادية ومالية وقانونية ، موثوق بها بدرجة معقولة ، ولكنها لا تقوم بعمليات محاسبية ، ومن ثم فهي لا تحل محل مراقب الحسابات ، بل على العكس فهي تؤسس حساباتها على ما يقرره مراجع الحسابات ومراقبي الحسابات ، ومن ناحية أخرى ، لا تتمتع وكالات التصنيف بأيِّ سلطة مهما كان مضمونها أو شكلها من أجل الحصول على مستندات أو معلومات لا يريد المصدر الأمداد بها .

ثانياً: أهمية موضوع البحث:

تكمن أهمية الحصول على تصنيف ائتماني أعلى في مستوى الفائدة التي يتوجب على مصدر الديون دفعها، فكلما ارتفع التصنيف الائتماني انخفض مستوى الفائدة، وكلما انخفض التصنيف الائتماني ازداد سعر الفائدة التي يتطلب دفعها من قبل الجهة المصدرة.



وتكمن أهمية الحصول على تصنيف ائتمان أعلى في عدد المستثمرين الذين يرغبون في شراء إصدار دين معين، وذلك لأنّ كثيراً من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار لا تستثمر إلا في أدوات الدين ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة ؛ لذلك فإنّ انخفاض التصنيف لإصدار معين يعني بالضرورة انخفاض الإقبال عليها وصعوبة تغطيتها، نظراً لعزوف هذه الصناديق والمؤسسات المالية عن شرائها، كل ذلك يشكل مصدراً كبيراً لنشوء حالات تعارض المصالح بين هذه الجهات المختصة لهذا العمل .

ثالثاً: مشكلة البحث :

تكمن مشكلة الدراسة الرئيسية في البحث عن وجود تعارض مصالح بين الشركة والعملاء ، أو بين العملاء فيما بينهم أو الشركة والمدير والعمالين فيها ، وبيان مفهوم هذه الظاهرة وحالاتها ، إذ أنّ قياس مدى نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف كثيراً على مدى الحرص على تحقيق الشفافية ، والإفصاح أيّ أن تكون كلّ المعلومات متاحة للجميع ، لذلك فإنّ فكرة تعارض المصالح ، ومدى تجنبها أو معالجتها من أهم العوامل التي تسهم في هذا النجاح ، وهذا يرجع إلى أنّ عماد سوق الأوراق المالية هو الثقة ، وأنّ تعارض المصالح يضع هذه الثقة في مهب الريح ، لذلك نجد أنّ كثيراً من تشريعات سوق الأوراق المالية الحديثة قد أضفت أهمية خاصة لهذا الموضوع بعد أن أصبحت تطفو على الوسط بقوة في كثير من المواضيع منذ ميلاد الورقة المالية ، وحتى إتمام تسوية العمليات التي تتم على الورقة المالية بيعاً أو شراءً، وتكمن المشكلة في التنظيم القانوني لموضوع تعارض المصالح في شركات التصنيف الائتماني ، فقد جاء تنظيم هذا الموضوع بصورة غامضة ، وغير مستوفية لكلّ جوانبه ، فضلاً عن ندرة القرارات القضائية التي حاولنا جاهدين العثور عليها من دون جدوى ، سواء أكان في ميدان القضاء العراقي أم القضاء المصري والكويتي ، فضلاً عن القضاء الفرنسي ، إلا عدد من أفضية المحاكم المصرية والفرنسية.

رابعاً: منهجية البحث

تكون منهجية الدراسة وفقاً لدارسة تحليلية مقارنة مع بعض التشريعات وبين القواعد التي نظمها قانوننا ، وسيحدد منهج المقارنة بين القانون العراقي والمصري والكويتي ، فضلاً عن القانون الفرنسي ، وسنقوم بتحليل النصوص القانونية والآراء الفقهية التي نعرض لها كلما تطلب الأمر وذلك لبيان الملاحظات التي ترد عليها ، وتسليط الضوء على مكان القوة والضعف فيها ، والمعالجات التي ينبغي الأخذ بها ، وبيان موقف القضاء في هذه القوانين موضوع المقارنة.



المطلب الاول

مفهوم شركات التصنيف الائتماني

لأهمية موضوع شركات التصنيف الائتماني وندرة الدراسات القانونية المتعلقة بالموضوع، وللإحاطة بمفهوم شركات التصنيف الائتماني سنعرض لبيان التعريف بشركات التصنيف الائتماني، ثم نتعرض لإحكام شركات التصنيف الائتماني، فضلا عن بيان تمييز وكالات التصنيف الائتماني عن الهيئات التي تهتم بتقدير حجم المخاطر المرتبطة بالائتمان.

وسنقسم هذا المطلب على فروع ثلاثة: ندرس في الأول، تعريف عملية التصنيف الائتماني، وندرس في الثاني أحكام شركات التصنيف الائتماني، والثالث، سنبين فيه تمييز وكالات التصنيف الائتماني عن الهيئات التي تهتم بتقدير حجم المخاطر المرتبطة بالائتمان

الفرع الأول

تعريف شركات التصنيف الائتماني

التصنيف الائتماني هو درجة تعكس تقييم أو رأي وكالة التصنيف الائتماني لمدى قدرة أو رغبة شركة ما، أو مؤسسة خاصة في الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد، بمعنى أن التصنيف هو تقييم احتمالي لمستوى المخاطر الائتمانية، التي يمكن أن تتعرض لها الاستثمارات المالية في السندات المصدرة من قبل شركة أو مؤسسة ما⁽¹⁾، فيما يشير مصطلح الجدارة الائتمانية إلى مدى قدرة الشركة أو المؤسسة المصدرة للأوراق المالية في الوفاء بالالتزامات المالية المترتبة على الديون الخارجية من دون الحاجة إلى إعادة الجدولة، أو فشل في السداد في الوقت المحدد باستخدام مؤشرات اقتصادية، وتعد هذه القدرة أهم المقاييس الذي تعتمد عليها التصنيفات الائتمانية، التي قد تنعكس سلبا أو إيجابا على ثقة المستثمرين في سندات الدين، ومن ثم في كلفة استئانة الجية المصدرة لمسندات، وإمكانية حصولها على تمويل من السوق المالية الداخلية أو الخارجية⁽²⁾، وينبغي الإشارة إلى أن درجة التصنيف بالنتيجة تمثل آراء وكالات التصنيف الائتماني في تحديد الاحتمال النسبي لما قد يخسره المستثمرون من أموال نتيجة استثماراتهم في أوراق مالية معينة، وتلك الآراء لا تترتب عليها آثار قانونية إذا كان ذلك التصنيف غير دقيق.

فالتصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي مستقل عام يصدر عن وكالة متخصصة في التصنيف في صورة منح درجة تصنيف ائتماني لحجم المخاطر المرتبطة بعدم سداد أصل الدين، وما ينتج من فوائد من جانب المقترضين أو المخاطر المرتبطة بصكوك دائنية، كالسندات الاعتيادية، أو سندات التوريق، أو صكوك التمويل⁽³⁾، وعلى ذلك يوجد تصنيف للمخاطر المرتبطة بالمصدر، الذي ينصب على قدرته على سداد مجموع ما عليه من ديون، ويوجد تصنيف للمخاطر المتعلقة بالإصدار نفسه، الذي يشمل مخاطر عدم السداد من



جانب المصدر المقترض فهو أشمل و أوسع من تصنيف المصدر ، والمصدر الخاضع للتصنيف قد يكون مشروعاً أو منظمة أو هيئة مالية أو دولة أو مؤسسة أو أي جهة أخرى^(٤).

وتم تعريف وكالات التصنيف أيضاً تحت ما يسمى بشركات الاستعلام والتصنيف الائتماني في التشريع المصري في القواعد المنظمة لعمل شركات الاستعلام والتصنيف الائتماني وقواعد تبادل المعلومات والبيانات ، ونظام رقابة البنك المركزي ، بأنها شركات مساهمة مصرية غرضها الوحيد مزاوله خدمات الاستعلام والتصنيف الائتماني ، وألا يقل رأس مالها عن خمسة ملايين جنيه^(٥).

وما دام ما تصدره وكالة التصنيف لا يعدو عن كونه رأياً فهو لا يمثل الحقيقة ، ومن ثمّ قد يحتمل أيّ خطأ ، وأنه رأي مستقل ، بمعنى أنّ الوكالة تقول رأياً بتجرد من دون الأخذ في الاعتبار أيّ اعتبارات سياسية أو مالية ، وبصرف النظر عما إذا كان هذا الرأي سيأتي على هوى المصدر الذي يتحمل أتعاب الوكالة^(٦)، إذ أنّ تحمل المصدر أتعاب وكالات التصنيف يشكل مصدراً مباشراً لنشوء تعارض المصالح المتولد عن ممارسة نشاط التصنيف الائتماني كما سنبين لاحقاً.

أمّا أهمية التصنيف الائتماني فتكمن في أمور عدّة منها^(٧) :

- ١- التقييم الدقيق لحجم المخاطر المرتبطة بعدم السداد إذ عن طريق درجات التصنيف الائتماني يسهل على المستثمرين بيان مدلولها.
- ٢- يساعد التصنيف الائتماني على تشجيع ازدهار عمليات التوريد ، وهذا الأمر ينعكس في النهاية على إيجاد منتجات مالية جديدة ، ومن ثمّ زيادة التعاملات في سوق الأوراق المالية .
- ٣- يؤدي التصنيف الائتماني دور المسهل للمشروع أو للشركة في الحصول على التمويل اللازم من أسواق الأوراق المالية.
- ٤- يساعد المصدرين الأقل ظهوراً أو حضوراً في أسواق الديون على تنوع مصادر تمويلهم.
- ٥- يساعد التصنيف الائتماني المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمار على بينة من المخاطر المرتبطة بالسداد.
- ٦- لا تقتصر عمليات التصنيف الائتماني على إصدارات الأوراق المالية من سندات اعتيادية أو سندات توريق أو صكوك تمويل ، وإنما أصبحت عمليات التصنيف الائتماني تمتد لتشمل تقييم المخاطر المرتبطة بالائتمان في عمليات البنوك.



الفرع الثاني

أحكام شركات التصنيف الائتماني

يعد نشاط تقييم الأوراق المالية وترتيبها من الأنشطة الخاضعة لسوق الأوراق المالية ، ومن ثمّ يلزم لمباشرته الحصول على ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية ، ويقوم في الغالب بعملية التصنيف الائتماني شركات خاصة ، وتمثل مهمتها في إعطاء رأي يتجسد في درجة تصنيف ائتماني لقدرة المصدر لأوراق مالية ، الذي يمكن أن يكون شركة خاصة أو الدولة أو إحدى هيئاتها أو مؤسساتها العامة ، على الوفاء بالتزاماته بصفة عامة أو لقدرته على الوفاء بالتزامات الناشئة عن إصدار ورقة مالية معينة^(٨).

وتجرب ملاحظة أنّ دور هيئات التصنيف الائتماني لا ينتهي بمجرد إصدار الورقة المالية معينة ، وإنما يمتد دورها إلى المراقبة المستمرة لاحتمال عجز المصدر عن الوفاء بالتزاماته المالية بصفة عامة ، أو الوفاء بالتزاماته المرتبطة بإصدار ورقة مالية معينة^(٩)، وقد تأتي درجة التصنيف الائتماني الجديدة مغايرة أو متطابقة مع درجة التصنيف الممنوحة عند الإصدار أو السابقة على درجة التصنيف الجديدة ، وذلك كله في ضوء التطورات التي قد تكون قد لاحقت درجة التصنيف بالمصدر ، تطورات ايجابية تدعم من مركزه وقدرته المالية فترتفع عندئذ درجة تصنيف الائتماني، أو تطورات سلبية تؤثر في قدرته على الوفاء بالتزاماته فتتخفص عندئذ درجة تصنيفه الائتماني^(١٠).

ومما تقدم سنتناول في هذا الفرع التنظيم القانوني لنشاط التصنيف الائتماني ، ونبين مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني ، لذلك سنقسم هذا الفرع على فقرتين: سنتناول أولاً ، التنظيم القانوني لنشاط التصنيف الائتماني ، ونتناول ثانياً ، مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني.

أولاً : التنظيم القانوني لنشاط التصنيف الائتماني :

اهتمت كثير من الدول بموضوع التصنيف الائتماني^(١١) ، فقد نظّم المشرع المصري التصنيف الائتماني في المواد من (٢٨١) الى (٢٨٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ، ويعد من الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال ، ومن ثمّ تعد الشركة التي تتخذ من هذا النشاط غرضاً لها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، ومن ثمّ يلزم كي تحصل على ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية ، ومن ثمّ تقع هذه الشركات تحت رقابة الهيئة ، وعلى الرغم من أنّ المركز الرئيس لهذه الشركات يوجد بالخارج ، وأنّ هذه الشركات تمارس نشاطها في عدد من الدول المختلفة ، فهي وكالات تتبع دول ذات ثقل اقتصادي كبير ، مما يجعل الرقابة عليه رقابة شكلية فقط ، وعلى ذلك فإنّ تنظيمًا دوليًا يجب أن تخضع له مثل هذه الوكالات ، وليكن مثلاً تحت إشراف المنظمة العالمية لهيئات أسواق المال (OSCO).



و على خلاف معظم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، فإنَّ الحد الأدنى لرأس مال الشركة التي تمارس هذا النشاط يجب ألا يقل عن نصف مليون جنيه^{١٢} ، ويقل الحد الأدنى لرأس مال شركات التصنيف الائتماني بكثير عن الحد الأدنى لرأس أموال الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، ولعل ذلك يرجع إلى أنَّ شركات التصنيف الائتماني لا تدخل في علاقات مباشرة مع العملاء في السوق ، ومن ثم نجد أنَّ التزاماتها المالية في مواجهة الغير تكاد تكون قليلة، ومن ثمَّ لا حاجة إلى ضمان عام يضمن حقوق المتعاملين مع هذه الشركات ، هذا على خلاف مثلا شركات السمسرة أو التي تعمل في مجال الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها^(١٣).

أمَّا القانون الفرنسي فلم ينظم المشرِّع الفرنسي في قانون خاص وكالات التصنيف الائتماني وإنما اكتفى بالتنظيم الأوروبي بقانون الاتحاد الأوروبي لتنظيم وكالات التصنيف الائتماني لسنة (٢٠٠٩) وتعديله في (٢٠١٣) لعمل هذه الوكالات المتخصصة ، وذلك لأنَّه يطبق على سائر دول الاتحاد الأوروبي ومن ضمنها فرنسا ، وبعد صدور قانون البرلمان الأوروبي (١٠٦٠ / ٢٠٠٩) في (٢٣) نيسان (٢٠٠٩) أصبح من الممكن البحث في تنظيم مسؤولية هذه الوكالات ، مع الإشارة إلى أنَّه لا توجد في دول الاتحاد الأوروبي أيَّ تشريع خاص ينظم العقد المبرم بين المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني ، وعلى هذا ستكون القواعد العامة في نظرية العقد هي التي تطبق في شأن المسؤولية العقدية لهذه الوكالات ، ثم في عام (٢٠١٣) تمَّ إجراء كثير من التعديلات في القانون الأوروبي كي يتلاءم وحالات المسؤولية ، التي يمكن أن تثار ضد وكالات التصنيف الائتماني وذلك بالقانون رقم (462) لسنة (2013) فقد جاء في التنظيم الأوروبي لوكالات التصنيف الائتماني انه (تكون وكالات التصنيف أو إهمال أيَّ من الأعمال الائتماني مسؤولية مدنية عندما تقوم بفعل -قصدا بحيث يكون له تأثير في التصنيف الائتماني المنصوص عليها في الفقرة (٣) من التنظيم بحيث يكون له تأثير التصنيف الائتماني).

أمَّا القانون الكويتي فقد صدر قانون رقم (٩) لسنة (٢٠١٩) بشأن تنظيم تبادل المعلومات الائتمانية^(١٤) ، وقد أشار هذا القانون إلى نشاط التصنيف الائتماني ، وأشارت المادة (٨) منه إلى ضرورة اتخاذ شركة التصنيف الائتماني شكل شركة مساهمة ، ورأس مال لا يقل عن (٢٥) مليون دينار كويتي ، وإنَّ هذا القانون حدد الجهة المختصة بمنح الترخيص بممارسة هذا النشاط ، فوفقا للمادة (٣) من القانون المذكور فإنَّ الجهة المختصة عي مجلس إدارة البنك المركزي ، فضلا عن تحديد التزامات هذه الشركة وسواها من الأحكام التي تخص ممارسة هذا النوع من النشاط.

وإنَّ قانون رقم (٧) لسنة (٢٠١٠) بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية ، أشار إلى نشاط التصنيف الائتماني وأنَّه يعد من ضمن أنشطة الأوراق المالية في الكويت استنادا إلى المادة (٢-١) من الفصل الأول من الكتاب الخامس من القانون.



أما القانون العراقي فإنه لم ينظم نشاط وكالات التصنيف الائتماني ، فلم نجد ما يشير إلى عمل هذه الوكالات في قوانين سوق الأوراق المالية ، إلا أنه صدرت تعليمات تبادل المعلومات الائتمانية في سنة (٢٠١٤) وطبقا للمادة الأولى منها فإن هذه التعليمات تهدف إلى تنظيم العلاقة بين الأطراف المشاركة في نظام تبادل المعلومات الائتمانية من البنك المركزي ومستفيدين ومزودي المعلومات والمستخدمين والزبائن وأي أطراف أخرى يحددها البنك المركزي ، وعرفت الفقرة (٢١) من المادة (٢) التصنيف الائتماني بأنه (علامة أو درجة تعطى للزبون تحتسب آليا من المعلومات الائتمانية المحفوظ في الملف الائتماني الخاص بالزبون بناء على معادلات يتم الاتفاق عليها بين البنك والمستفيدين ، وتهدف إل تلخيص التقرير الائتماني ومساعد المستفيدين عل اتخاذ القرار الائتماني) ، هذا وإن تجارب الدول التشريعية لتنظيم عمل وكالات التصنيف الائتمانية حديثة نسبيا ، لذلك ندعو المشرع العراقي إلى ضرورة سنّ قانون ينظم المعلومات الائتمانية ، على غرار الموقف المصري والكويتي وغيرها ، لاسيما وأن العراق يتأثر سلبا أو ايجابًا بتقارير وكالات التصنيف فيما يتعلق بالديون السيادية للعراق^(١٥).

ثانيا : مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني :

ذكرنا سابقا أنّ وكالات التصنيف الائتماني تصدر آراء مستقلة وعامة في الغالب ، وأراء مؤسسة على معلومات ومعطيات اقتصادية ومالية وقانونية ، موثوقاً بها بدرجة معقولة ، ولكنها لا تقوم بعمليات محاسبية ، ومن ثمّ فهي لا تحل محل مراقب الحسابات ، بل على العكس فهي تؤسس حساباتها على ما يقره مراجع الحسابات ومراقبي الحسابات ، ومن ناحية أخرى ، لا تتمتع وكالات التصنيف بأيّ سلطة أيا كان مضمونها أو شكلها من أجل الحصول على مستندات أو معلومات لا يريد المصدر أمداد بها ، وتفاديا لذلك ألزم المشرع المصري الجهة الراغبة في الحصول على تصنيف ائتماني لها أو لما تصدره من أوراق مالية أن تقدم الشركة (أي شركة التصنيف الائتماني) ما تطلبه من البيانات اللازمة لإجراء التصنيف على حقيقية ودقيقة ومعبرة عن مركزها المالي استنادا إلى نصّ المادة (١٨٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ، ولكن وعلى الرغم الالتزام الملقى على عاتق طالبي التصنيف الائتماني ، فإنّ هذا الأخير قد يخل بهذا الالتزام ، وهذا الأمر يخرج عن نطاق سلطة الشركة التي تتولى عملية التصنيف^(١٦).

وفضلاً عما سبق فإنّ استعمال تصنيف من قبل مستثمر سواء كان شخصاً معنوياً أو شخصاً اعتبارياً لا يعفي هذا الأخير من أن يقوم بالتوازن مع التصنيف بعمل أبحاث أخرى كي يطمئن ما إذا كانت الاستثمار الذي تحقيقه يتطابق مع ما يبحث عنه ، ولم نجد حكما قضائيا في مصر أو فرنسا يقرر مسؤولية وكالات التصنيف عما تصدره من تصنيفات ائتمانية ، فكثيراً ما تقدم من الحجج الخاصة ضد فرض المسؤولية المدنية التي يطالب بها المستثمرون أو مصدري سندات الدين ، هي أنّ تصنيفاتها لا تعد سوى



آراء وتوقعات مستقبلية ، وليست حقائق ، مما يدخل ذلك في مسألة حرية أو حق الفرد في التعبير والرأي والكتابة ، وبالطبع فإن هذا الحق تكفله الدساتير ، وكذلك الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان ، إذ ذهب المحاكم الفرنسية إلى أن التصنيفات الائتمانية تتجسد فيما يسمى بـ (الخطاب التجاري speech) Commercial وهو يتمتع بالحماية الدستورية^(١٧) ، وفي الدستور العراقي لعام (٢٠٠٥) نجد نصّ في المادة (٣٨) على أن (تكفل الدولة بما لا يخل بالنظام العام والآداب : أولاً : حرية التعبير عن الرأي بكل الوسائل. ثانياً : حرية الصحافة والطباعة والإعلان والنشر...) غير أن هذه الحرية تحدها بعض القيود التي تهدف إلى تحقيق النظام العام والآداب العامة أو الحفاظ على حقوق الآخرين وسمعتهم ، فإن وكالات التصنيف الائتماني ستكون محمية بحجة أن تصنيفاتها ما هي إلا آراء وهي تستحق الحماية بموجب مبدأ حرية التعبير .

ولكن هذا لا يعني عدم إمكانية مساءلة وكالات التصنيف لو أنّها ارتكبت خطأ ترتب عليه ضرر للغير ، إلى جانب توافر علاقة السببية ، أن وكالة التصنيف قد تخل بأحد الالتزامات المنصوص عليها بالعقد المبرم مع المصدر مثل الإخلال بالالتزام بتسليم شهادة بالتصنيف الائتماني الممنوح ، أو الإخلال بالالتزام بالسرية ، أو الإخلال بالالتزام بإعطاء درجة تعبر عن الملاءة المالية للمصدر ومدى قدرته على الوفاء بالأوراق المالية المصدرة.

ومن جانب آخر قد تسأل وكالة التصنيف الائتماني مسؤولية تقصيرية إلى جانب المسؤولية العقدية ، وذلك اذا ما توافرت أركانها المتمثلة في الخطأ والضرر وعلاقة السببية ، والضرر هنا سيلحق الغير (وهو كل شخص ليس طرفاً في عقد التصنيف) ، والغير هنا قد يكون المصدر نفسه ، ويحدث ذلك عندما تتدخل وكالة التصنيف من دون طلب من جانب المصدر ، ويمكن أن يكون الغير الحامل لسندات من نوع السندات نفسها المراد تصنيفها ، وعندئذ يخشى حاملو هذه السندات من الدرجة التي سيتم إصدارها على السندات التي سيتم إصدارها ، والضرر المتصور في الحالتين سيتمثل في الأثر الذي ستحدثه نشر المعلومات الخاصة بالتصنيف^(١٨).

وعلى هذا تعد وكالات التصنيف الائتماني مسؤولة فيما لو اقترن تصنيفها الائتماني بإهمال جسيم أو فيه تحريف للمعلومات أو تضليل بالمخاطر الائتمانية لدين أو سند معين للمستثمرين ، مما يجعل من التصنيف غير محيطة لشركة أو دولة أو مصرف ما، فما يخص المسؤولية التقصيرية لوكالات التصنيف عن التشهير ، عرضت قضية على المحاكم الأمريكية قضية كريست (Crist) ضد برادستريت (Bradstreet) اتهمت فيها الوكالة التجارية (نايمكس) بالتشهير ، حيث قام المدعي بإثبات سوء نية الوكالة بقيامها بنشر تقرير تصنيف ائتماني يحوي بيانات كاذبة حول المستعلم عنه (المدعي)، التي أدت إلى النيل من سمعته التجارية ، اعترفت الوكالة بقيامها بنشر التقرير لكنها نفت في كونها تستهدف إلحاق



الضرر بالشخص الثالث (المدعي) ، إلا أنّ محكمة الاستئناف رفضت ذلك وقالت بأن الإهمال الجسيم المتهور يقارب سوء النية^(١٩) . وتثار المسؤولية التقصيرية لهذه الوكالات كلما ارتكبت خطأ أدى إلى إلحاق الضرر بالغير ، في الحالات التي لا توجد فيها علاقات عقدية مع الوكالة ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية قامت الإدارة الأمريكية برفع دعوى قضائية مدنية على وكالة التصنيف الائتماني المعروفة (ستاندارد وبورز) لقيام الأخيرة بمنح درجات التصنيف الائتماني الأعلى (AAA) لبعض الرهون العقارية في السوق، التي انهارت قيمتها فيما بعد بسبب حدوث أزمة مالية في (٢٠٠٨) (٢٠).

الفرع الثالث

تمييز شركات التصنيف الائتماني عن الهيئات التي تهتم بتقدير حجم المخاطر المرتبطة بالائتمان

تعد وكالات التصنيف، التي كانت في أصل نشأتها عبارة عن مشروعات تعمل في مجال نشر المعلومات المالية ، منظمات أو هيئات مستقلة متخصصة في دراسة المخاطر المرتبطة بعدم القدرة على السداد ، وأهم ما يميز وكالات التصنيف الائتماني هو استقلاليتها عن الوسطاء الماليين العاملين في سوق الأوراق المالية (مصدرين ، ومماسة ، وسواهم) ، وعدم الاعتماد فيما تمنحه من درجات تصنيف ائتماني على التحليل الإحصائي فقط ، وتختلف وكالات التصنيف الائتماني عن سواها من الهيئات المتخصصة في مجال تقدير المخاطر بعمومية نشاطها ، بمعنى عدم اقتصره على تقدير المخاطر في قطاع نشاط محدد، وإنما تشمل المخاطر المرتبطة بإصدار الأوراق المالية التي تشكل حقوقاً دائنية في مواجهة الجهة المصدرة ، إلى جانب تقدير المخاطر المرتبطة بالائتمان في العمليات المصرفية ، وينصب النشاط الرئيس لوكالات التصنيف الائتماني في منح ونشر ومراقبة درجات التصنيف الائتماني، التي تمنح لمصدري السندات بأنواعها^(٢١) ، وتختلف وكالات التصنيف الائتماني تحديداً عن سواها من الهيئات والمؤسسات التي تهتم بتقدير حجم المخاطر المرتبطة بالائتمان في ثلاثة أمور هي:

أولاً : من ناحية الطبيعة القانونية لدرجة التصنيف الائتماني:

هو عبارة عن رأي يتم نشره والإعلان عنه ، وفي الغالب يتأسس هذا الرأي على أدلة وبراهين ويتم إصداره بإتباع طريقة منهجية تختلف من وكالة إلى أخرى ، ويلزم أن يتم نشر هذا الرأي الذي يتجسد في صورة درجة ، وأيّ تعديلات يتم إدخالها عليه مصحوبة بتقرير يحدد الأسس ، التي صدر بناء عليها تصنيف مرتفعة نظراً لاستفادتها من ضمان أو دعم مساهم أو هيئة عامة (هيئات البريد ، وهيئات النقل العام بالدول المختلفة خير دليل على ذلك)^(٢٢).



ثانيا : تتمتع وكالات التصنيف باستقلالية كبيرة بعد هذا الأمر شرطاً أساساً لهذه الوكالات كي تستطع تأدية عملها ، ويلاحظ هذا الاستقلال من وجوه عدّة ، يتمثل الوجه الأول في هيكل المساهمين فيها ، ففي الغالب تعلن المجموعات فيما عدا مجموعات البنوك ، التي تسيطر على هذه الوكالات عدم تدخلها في قرارات التصنيف التي تتخذها، ومن جانب آخر ، فيجب ألا يكون مساهما في الشركة أيّ من الشركات إلى في مجال الأوراق المالية أو البنوك أو مراقبي الحسابات أو الجهات التي تصنيفها أو تصنيف ما تصدره عن أوراق مالية ، وعلى ذلك فلا تكون التصنيفات مستقلة في علاقتها بالشركات أو المشروعات التي يتمّ تصنيفها فقط ، وإنما مستقلة أيضاً في علاقتها بالمستثمرين ، وجدير بالذكر هنا أنّ استقلال الشركة عن الجهات التي تقوم بتصنيفها يشكل ضمانة كبيرة لاستقلال رأيها ، وأثماً تشكل ضماناً لمنع نشوب مواقف تتعارض فيها المصالح^(٢٣).

ثالثا : تختلف هيآت التصنيف الائتماني عن هيآت تصنيف الائتمان الأخرى ، في أنّه يعتمد منح درجة التصنيف الائتماني على معايير غير كمية ، إذ يعتمد الرأي الصادر عن وكالة التصنيف الائتماني الذي يتخذ صورة درجة تصنيف ائتماني على طريقة ، أو منهج للتحليل المالي والاقتصاد والقانوني للمحيط الذي يمارس فيه المقترض نشاطه ، وذلك للوقوف على حجم المخاطر المرتبطة بالمقترض أو بالقرض نفسه ، وكذلك يعتمد الرأي أشكال الدعم وآلياته، التي يتمتع بها المقترض ، وفضلاً عن اختلاف المنهج المتبع من جانب كلّ وكالة من وكالات التصنيف الائتماني في منح الدرجة ، تختلف طريقة التصنيف الائتماني باختلاف الجهة محل التصنيف فطريقة التصنيف الائتماني المتبعة بالنسبة للشركات الصناعية والتجارية تختلف عن طريقة ، التصنيف الائتماني الخاصة بالمؤسسات والهيآت العامة أو الدولة^(٢٤).

وإنّ منهج التصنيف الائتماني الخاص بالسندات الاعتيادية يختلف عن منهج التصنيف الائتماني الخاص بسندات التوريق ، وإذا كانت وكالات التصنيف تعتمد معايير كمية ، فإنّها تولي اهتماما كبيرا بالمعايير الكيفية ، وفي هذا ما يميز وكالات التصنيف من المؤسسات والهيآت الأخرى التي تقوم بتقييم المخاطر المرتبطة بالائتمان التي تعتمد بالأساس ، في منحها درجة التقييم ، على معلومات إحصائية كمية ، وتخضع درجات التصنيف الممنوحة للمقترضين أو القرض للمراجعة السنوية ، ويمكن لوكالات التصنيف مراجعة الدرجات الممنوحة وذلك في الأحوال ، التي تلاحظ فيها تطورا إيجابيا أو سلبيا قد دخل على الشيء محل التصنيف ، وفي حالة التصنيف الذي ينصب على القرض ، تقوم وكالات التصنيف بتحليل عقد القرض أو نشرة الاكتتاب في السندات بحسب الأحوال ، وتأخذ بنظرها منح الدرجة الشروط المحتملة لحماية الدائنين أيّ المكتتبين في السندات ، وبهذا يسمح هذا المنهج لوكالات التصنيف أن تأخذ في حسابها معلومات كيفية قد لا يكون قد تمّ الإعلان عنها بواسطة الشركات المقيدة (معلومات سرية)^(٢٥)، وعلى عكس المحللين الماليين في مجال الأسهم ، إذ ينصب اهتمامهم على قيمة السهم ، ولا يكون في مقدورهم الدخول إلى معلومات محددة ، وإنّ محلي



وكالات التصنيف الائتماني لا ينصب اهتمامهم إلا على القدرة على سداد القرض ، ويكون المهم الدخول إلى معلومات قد تكون غير منشورة للجمهور أيّ سرية ، وهذا الأمر يتطلب نوعاً من التنظيم الجيد للمحللين الذين يجب أن يخضعوا للالتزامات القانونية تحول بينهم وبين استغلال هذه المعلومات بشكل غير مشروع ، وفي غير أغراض التصنيف.

المطلب الثاني

حالات تعارض المصالح الناشئ عن وكالات التصنيف الائتماني

ينشأ تعارض المصالح نتيجة ممارسة وكالات التصنيف الائتماني لعملها في سوق الأوراق المالية من أسباب عدّة ، وهذه الأسباب قد تكون منفردة وقد تكون مجتمعة ، وتشكل مواقف لتعارض المصالح الناشئ عن نشاط وكالات التصنيف الائتماني؛ لذلك سنتناولها جميعاً على فروع مستقلة .

الفرع الأول

الوضع شبه الاحتكاري الذي تتمتع به وكالات التصنيف الائتماني

يمكن القول إنّه إذا كان هناك عشرات وكالات التصنيف الائتماني المنتشرة حول العالم ، فأناً عدداً قليلاً من هذه الوكالات للتصنيف الائتماني لا يتعدى عدد أصابع اليد الواحدة يحتكر إصدار تقارير التصنيف الائتماني للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من السندات الاعتيادية وسندات التوريق وصكوك التمويل^(٢٦)، ويذكر أنّ هذا الاحتكار غير مكرس بقانون أو باتفاقية دولية ، ولا توجد أيّ عوائق قانونية أو اقتصادية تمنع وكالات التصنيف الأخرى من الدخول إلى سوق التصنيف الائتماني ، وإنما يتولد هذا الاحتكار من سلوك المصدرين والمكتسبين على حد سواء ، والذين يوجد لديهم ميل للجوء لوكالات تصنيف ائتماني ذات سمعة وشهرة واسعة بدلاً عن اللجوء إلى وكالات تصنيف تأتي من وجهة نظرهم في المرتبة الثانية ، ويظهر هذا الميل من قبل المصدرين للأوراق المالية الجديدة اعتقادهم بأنّه كلما كانت وكالة التصنيف ذات سمعة طيبة وشهرة واسعة ، كانت فرص نجاح الإصدار وتغطيته من قبل الجمهور كبيرة والعكس صحيح ، أمّا من ناحية المكتسبين ، فوجود تقارير تصنيف ائتماني صادرة عن وكالات تصنيف ائتماني تأتي في المرتبة الأولى يزيد الثقة لديهم في الحصول على حقوقهم الناشئة عن الأوراق المالية التي سيكتسبون فيها ، وهذا الأمر يدفعهم إلى الاكتتاب في مثل هذه الأوراق ويزيد من فرض نجاح الإصدار وتغطيته بالكامل^(٢٧).

وقد كرس المشرع المصري هذا الوضع على ما يبدو وقصر قبول تقارير التصنيف الائتماني لإصدارات الأوراق المالية من سندات الشركات وسندات التوريق ، وصكوك التمويل على عدد محدد من الوكالات لا يزيد على عشرة وكالات استناداً إلى المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم (١٧) لسنة (٢٠٠٩) ^(٢٨) ، إذ حددت هذه المادة عشر وكالات فقط^(٢٩) ، والسؤال الذي يثار هنا : هل هذا



التعداد على سبيل الحصر أم على سبيل المثال ، إذ يحق للهيئة العامة للرقابة المالية رفض تقارير تصنيف ائتماني صادرة عن جهات أو وكالات تصنيف غير التي ذكرها النصّ ، ومن خلال الصياغة القانونية لنص المادة يتبين أنّ هذا التعداد جاء على سبيل الحصر ، وهذا يعني عدم قبول الهيئة لأيّ تقارير تصنيف ائتماني صادرة عن غير الوكالات والشركات التي ورد ذكرها في القرار المشار إليه .

ويشكل هذا الوضع الاحتكاري لوكالات التصنيف الائتماني عاملاً من عوامل نشوب تعارض المصالح ، إذ أنّ المستثمرين لا يلجأون إلى وكالات تصنيف ائتماني مشبوهة وغير مرغوب بها ، فمن جهة هي مطالبة بتزويد المستثمرين بمعلومات حقيقية وموضوعية حول الديون المصنّفة ، ومن جهة أخرى فإنّ مصلحتها تقضي بمنح تصنيفات جيدة لديون المقترضين الذين يلجأون إلى خدماتها دون بقية الوكالات ، وذلك لزيادة أرباحها وحصتها من السوق ، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تنافس غير أخلاقي بين الوكالات ولجوءها جميعاً إلى هذا النوع من الممارسات لجلب المزيد من المستثمرين ، وإن كان ذلك سيتم على حساب المستثمرين الذين يثقون في التصنيفات التي تصدرها هذه الوكالات ، وينطبق الشيء ذاته على المنتجات المالية المركبة التي يتمّ تصنيفها من قبل هذه الوكالات ، وفي حال أرادت أيّ وكالة تصنيف أن تكون مهنية وصارمة في تقييمها لديون زبائنها أو منتجاتهم المالية ، فإنّ ذلك سيدفع بها بكلّ بساطة إلى خسارتهم ، إذ أنّهم سيفضلون وكالات أخرى أقل صرامة^(٣٠) ، واقترح بعض الاقتصاديين أن يتم تصنيف الديون والمنتجات المالية بطلب من المستثمرين بدلا عن المقترضين، الذين ليس من مصلحتهم دوماً، أن تكون التصنيفات موضوعية ، وسيتم بذلك ربط مصلحة وكالات التصنيف بمصالح المستثمرين^(٣١).

الفرع الثاني

دفع أتعاب شركات التصنيف الائتماني

قد يدفع أتعاب وكالات التصنيف الائتماني الأشخاص المعنيين بالاكْتتاب في السندات أو صكوك التمويل محل التصنيف ، وذلك من خلال نظام اشتراك يتمكن من خلاله الشخص المعني من معرفة درجة التصنيف الائتماني التي تم منحها لورقة مالية معينة سيتم إصدارها ، وقد يدفع هذه الأتعاب مصدر مثل هذه الأوراق المالية ، وهذا هو الغالب ، فقد حل من النظام محل نظام الأشخاص^(٣٢) ، ويتجلى تعارض المصالح أكثر في حالة اتباع النظام الحالي ، حيث ستكون وكالة التصنيف الائتماني مكلفة بالقيام بمصلحتين أو أكثر لصالح شخصين أو أكثر ، في الوقت الذي يوجد فيه تناقض وتضاد بين هاتين المصلحتين أو أكثر ، والمصالح المتضادة هنا هي مصلحة المصدر الذي يريد أن تحظى الورقة المالية المزمع إصدارها بأعلى درجات التصنيف الائتماني ، ومصلحة الأشخاص الذين سيكتبون في الورقة محل التصنيف الائتماني، والذين يريدون تصنيفاً ائتمانياً للورقة المالية يعكس حقاً وواقعاً مدى قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الناشئة عن إصدار الورقة



المالية ، وأخيرا هناك مصلحة وكالة التصنيف نفسها التي تسعى إلى إتمام التصنيف الائتماني من أجل الحصول على أتعابها من المصدر.

وتكمن الخطورة هنا في الميل المتوقع من جانب وكالة التصنيف الائتماني ناحية مصدر الورقة المالية محل التصنيف ، فهو الذي سيقوم بدفع الأتعاب ، ولاسيما إذا علمنا أنّ شركات التصنيف الائتماني هي شركات خاصة ، ويشكل هدف تحقيق الربح أهم أهدافها ، ومن ثمّ ستضحي وكالات التصنيف الائتماني بمصلحة المكتسبين المحتملين.

والحقيقة أنّ دفع أتعاب شركة التصنيف الائتماني بمعرفة المصدر أهم أسباب تعارض المصالح الناشئ عن نشاط التصنيف الائتماني ، وهذا ما يؤكده الفقه دوماً^(٣٣) ، ويطلب بتجاوز هذا النظام والانتقال إلى نظام آخر غيره ، هذا وإن كان هناك من الفقه من يرى أنّ قضية الاتعاب التي تستدعي استقلالية وكالة التصنيف الائتماني أو عدم استقلاليتها ، لم يعد لها أهمية بالتأثير في استقلالية الوكالة ، وإنما المشكلة تحتاج إلى تضافر وكالات التصنيف ومراقبي الحسابات والمصدرين الذين يجب عليهم أن يكونوا متعاونين مع وكالات التصنيف بتقديم المعلومات الصحيحة ، والكفاية لتأني درجة التصنيف صحيحة ومعبرة عن الواقع ، ولا يقتصر هذا الالتزام على التصنيف عند الإصدار وإنما يجب أن يكون حاضرا عند تحديث التصنيف بعد مرور مدّة من الزمن^(٣٤).

وفضلاً عن أنّ المصدر هو المكلف بدفع أتعاب وكالة التصنيف الائتماني فإنّ احتمالات هذا الميل تتزايد كلما كانت هناك علاقات تجارية قائمة فيما بين كل من المصدر ووكالة التصنيف، علاقات تجارية تدفع هذه الأخيرة إلى تعديل نظام التصنيف لديها وتصحيحه لإرضاء المصدرين الذين تحتفظ معهم بمثل هذه العلاقات ، ولتضمن رجوع هؤلاء إليها باستمرار طلبا لتقديم خدمات التصنيف الائتماني ، وبذلك تظل وكالات التصنيف الائتماني حريصة على الاحتفاظ بمثل العلاقات ، وهذا الأمر يدفعها إلى تقديم بعض التسهيلات للمصدرين ، من ذلك التساهل في عدم الإفصاح عن بعض المعلومات اللازمة لعملية التصنيف أو العمل على منع تحمل المصدرين أيّ نتائج سلبية من درجات التصنيف الائتماني التي تمنحها^(٣٥).

الفرع الثالث

ممارسة وكالات التصنيف بأعمال تابعة أو مكملة لعملها الأصلي

استغلالا لمعرفتها الكاملة بسوق الأوراق المالية والمصدرين للأوراق المالية فيه ، وخبرتها الكبيرة في مجال قياس مدى قدرة المصدرين على سداد الالتزامات الناشئة عما يصدرونه من أوراق مالية ، تستغل وكالات التصنيف الائتماني مادتها الأولية المتمثلة في ما يجوزتها عن معلومات لتقديم خدمات تابعة أو مرتبطة بخدمة التصنيف الائتماني إلى عملائها أنفسهم من طالبي خدمات التصنيف الائتماني لإصداراتهم المختلفة من الأوراق



المالية ، ومن أمثلة هذه الخدمات خدمة إدارة المخاطر ، وخدمة تقديم المعلومات والتحليل المالي ، وخدمة تقديم المشورة عن إصدار الأوراق المالية المركبة أو غير المركبة ، وكثيرا ما يتم تقديم مثل هذه الخدمات قبل طلب إجراء عملية التصنيف ذاتها من قبل العميل ، وذلك من أجل بيان المركز المالي الحقيقي للمصدرين المحتملين، وتحديد أنسب الوسائل لعملية الإصدار (تحديد وسائل عملية التوريق مثلا)^(٣٦).

ونذكر أنّ من أهم الخدمات التابعة أو المرتبطة بعملية التصنيف الائتماني خدمة تقييم التصنيف، الذي يطلبه المصدرون لمعرفة مدى التطور أو التغيير الذي يمكن أن يدخل على درجة التصنيف الائتماني لو أنّهم قاموا بتغيير نشاطهم أو تبدلت ظروفهم المالية ، مثلا في أعقاب عملية استحواذ عن طريق عروض الشراء أو عن طريق الاندماج ، والحقيقة أنّ تقديم مثل هذه الخدمات من قبل وكالات التصنيف الائتماني من شأنه إثارة نوع من تعارض المصالح ، من ذلك مثلا قيام المصدرين المحتملين بطلب مثل هذه الخدمات من وكالات التصنيف، التي ستتولى فيما بعد عملية التصنيف ذاته ، وذلك بغرض استمالة هذه الأخيرة نحو منح درجة تصنيف ائتماني مرتفعة لا تعبر ولا تعكس واقع الوضع المالي للمصدر^(٣٧)، ولضمان إقبال المصدرين على طلب الخدمات المرتبطة أو التابعة لعملية التصنيف الائتماني سوف ترجح شركة التصنيف الائتماني مصلحتها وتمنح درجة التصنيف المرتفعة ، وذلك على حساب المكتسبين المحتملين في الأوراق المالية المزمع إصدارها فيما بعد ، إذ يوجد تضاد وتعارض بين المصالح ، وقد نتج ذلك التضاد والتعارض من وجود مصلحة لوكالة التصنيف الائتماني (ضمان استمرار الطلب على الخدمات التابعة أو المرتبطة بعملية التصنيف الائتماني ، ومن ثمّ تعظيم أرباحها) في منح درجة تصنيف مرتفعة ، تضاد وتعارض ما كان ليوجد لو أنّ وكالة التصنيف الائتماني لا تقدم خدمات تابعة أو مرتبطة بعملية التصنيف الائتماني^(٣٨).

يضاف إلى ما سبق ، أنّه من المتصور ألا تمارس وكالة التصنيف الائتماني أيّ ضغوط من أيّ نوع على العملاء أثناء تقديمها الخدمات التابعة أو المرتبطة بعملية التصنيف الائتماني ، وذلك خوفا من أن تعامل بطريقة غير جيدة من قبل المصدر عند إجراء عملية التصنيف الائتماني ذاتها ، والحقيقة أنّ قيام وكالات التصنيف بأنشطة ثانوية إلى جانب النشاط الرئيسي المتمثل في التصنيف الائتماني ، لا يقل خطورة عن طريق دفع الأتعاب الوكالة التصنيف من ناحية مساهمته في نشوب مواقف تتعارض فيها المصالح ، وبصفة خاصة عندما تتدخل مثل هذه الوكالات كمقدم نصيحة أو استشارة عند إصدار الأدوات المالية المركبة (مثل صكوك التوريق) ، أما عندما تتدخل وكالات التصنيف ، وتشارك في صناعة مثل هذه المنتجات، فهي تمارس عملا مختلفا عن عملها الأصلي الخاص بالتصنيف والتقييم والترتيب للأوراق المالية) ، ومن ثمّ تصبح الوكالة حكما ؛ لأنّها ستقوم بتصنيف الأوراق المالية ، وتصبح طرفا إذ أنّها شاركت في صناعة الأوراق المالية التي سيتم تصنيفها ، ومن ثمّ فإنّ وكالات التصنيف هي من تصدر القرار وهي طرف من أطرافه ، وهذا حتما يؤدي إلى التعارض في المصالح^(٣٩).



فضلا عن ذلك فإنَّ مصداقية درجة التصنيف الممنوحة لا تعتمد على جودة طرق التصنيف المستخدمة وسمعة وكالة التصنيف الائتماني فحسب؛ بل تعتمد أيضا على مدى استقلالية المحللين وغيرهم ممن يعملون لدى الوكالة والمكلفين بالقيام بعملية التصنيف الائتماني ونزاهتهم أيضاً، وذلك لأنَّه من المتصور استمالة هؤلاء من قبل المصدرين للأوراق المالية بتقرير حوافز مالية أو ما شابه ، ويصبح من المتوقع تصور وقوع مثل هذه الاستمالة في حال ما إذا كان جزء أساس من أتعاب المحلل يعتمد بصفة أصلية على حجم التصنيفات والأعمال المرتبطة بها التي ينجزها^(٤٠) ، وعندئذ يصبح هذا المحلل أكثر تساهلا مع عملاء الوكالة ، ولاسيما العملاء الذين يحتفظون بحجم أعمال ضخمة مع الوكالة ، فهنا يوجد تعارض بين مصالح المحلل المالي من ناحية، ومصالح الوكالة التي يعمل لحسابها، وتسعى إلى منح تقييم واقعي للجدارة الائتمانية لمصدر الأوراق المالية ، وهذا الأمر يصطدم بمصلحة المحلل الذي بكل تأكيد سيمنح درجات لا علاقة بها بالتقييم الواقعي والحقيقي وذلك إرضاء للمصدر الذي أغرقه بالمكافآت والعطايا ، ومن ثم يشكك ذلك تعرضا في المصالح^(٤١).

الخاتمة

بعد أن انتهينا من كتابة هذا البحث ، وبعد الاستعراض المتقدم ، ظهرت جملة من النتائج، المقترحات ، التي قد تكون مناسبة لما استنتجناه لنصل إلى الهدف من هذا البحث.

أولا/ النتائج:

١. إنَّ فكرة تعارض المصالح تتجسد في أمَّا عبارة عن مواقف تكون فيها المصالح من طبيعة مختلفة أيّ مصالح متعارضة ، وهذا التعارض يمكن أن يكون بين المصالح الشخصية لمقدم الخدمة أو الوسيط المالي ، وبين مصالح عملائهم ، أو بين مصالح هؤلاء العملاء أنفسهم، ففي الحالة الأولى سيحاول هذا الوسيط المالي ترجيح مصلحته وبطريقة مباشرة ، وتحقيقها على حساب مصلحة أيّ من العملاء الذين يمثلهم بتقديم النصيحة أو بتقديم خدمات الاستثمار أو على حساب مصالحهم جميعا ، أمَّا في الحالة الثانية فسيحاول تحقيق مصلحته ولكن بطريقة غير مباشرة، وذلك بترجيح مصلحة العميل الذي يقدم لهم له مقابلا أو مزية لا يقدمها له العميل الآخر أو أقل من تلك التي قدمها هذا الأخير.
٢. إنَّ فكرة تعارض المصالح لا تنشأ ولا تظهر في الواقع بطريقة تلقائية ، وإنما تنشأ وتنمو نتيجة إخلال أحد الطرفين بالواجبات الملقاة على عاتقه في مواجهة من يمثله ولاسيما واجب الاخلاص والنزاهة والشفافية والحيدة ، إذ أنَّ الإخلال يمثل هذه الواجبات تؤدي إلى نشوء المواقف التي تتعارض فيها المصالح والعكس صحيح تماما.
٣. توصلنا من البحث أنَّ بعض التشريعات المقارنة المتعلقة بسوق الأوراق المالية لن تضع تحديدا لمفهوم تعارض المصالح بصورة مباشرة ، والسبب في ذلك يرجع إلى حداثة هذا الموضوع نسبيا ، فضلا عن ذلك



فأنّ بعض التشريعات تعرف ظاهرة تعارض المصالح ولكن ليس بالنسبة لكلّ الأنشطة التي تمارس في سوق الأوراق المالية ، وإتّما الأنشطة الهامة كمنشآت الوساطة وإدارة المحافظ الأوراق المالية فحسب، وفيما عدا هذه الأنشطة فأنّه لا توجد قواعد تنظم كيفية مواجهة مواقف تعارض المصالح الناشئ عن مباشرة الأنشطة المختلفة التي تمارس في سوق الأوراق المالية كمنشآت التحليل المالي ، ونشطات وكالات التصنيف الائتماني وما سواها.

٤. توصلنا من هذا البحث أنّ ظاهرة تعارض المصالح لا تقتصر على الأنشطة التي تمارس في سوق الأوراق المالية ، بل هي موجودة في مختلف نواحي الحياة الاجتماعية والاقتصادية والسياسية ، ألا أنّ خطورتها تكون أكبر في سوق الأوراق المالية إذ تتأسس معظم العلاقات في السوق على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملين في السوق ، ولا يقف الأمر عند هذا الحد ، بل أنّ تعارض المصالح قد يؤثر سلبا في الحيادية والنزاهة ، التي يجب أن يتحلّى بها مجموعة مقدمي الخدمة في مجال الأوراق المالية ، وذلك من المحللين الماليين ووكالات التصنيف الائتماني والمستشارين الماليين وما سواهم، لذلك توصلنا إلى أنّ شروط تطبيق أو حدوث تعارض المصالح في السوق يستلزم وجود نوعين من الشروط : شروط شخصية تتعلق بالأشخاص المتعاملين بالسوق سواء أكان الوسيط أو الجهات المصدرة أو العاملين في الشركة المساهمة، التي من شأن حصولها حدوث المواقف التي تعارض فيها المصالح ، وشروط موضوعية تتعلق بالمصالح التي يرد عليها التعارض.

ثانيا: التوصيات :

- ١- نأمل من المشرّع العراقي في حال تعديل القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي أو إصدار أنظمة وتعليمات تتعلق بسوق الأوراق المالية ، أو إقراره لمشروع قانون الأوراق المالية لسنة (٢٠٠٨)، الأخذ بعين الاعتبار تبني سياسة تحظر على المتعاملين في مجال سوق الأوراق المالية تعارض المصالح ، ونقترح في هذا المجال تنظيم قانون وبعنوان (حظر تعارض المصالح في سوق الأوراق المالية) على غرار ما معمول به في بعض التشريعات المقارنة ، ويقوم هذا القانون على أربعة أمور: الأول يتمثل في الكشف عن مواقف تعارض المصالح ، والأمر الثاني يتمثل في العمل على كيفية تجنب المواقف التي تعارض فيها المصالح ، أما الثالث فهو العمل على كيفية إدارة هذا التعارض في المصالح في حال فشل عملية تجنب التعارض في المصالح ، وأخيرا ، تحديد الجزء المناسب للتصرف المتضمن تعارض في المصالح ، وللشخص القائم بذلك.
- ٢- نقترح على المشرّع العراقي إضافة فقرة في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية (٢٠٠٤) وتحديدًا في القسم الخامس الخاص بالوسطاء من أجل تطبيق سياسة الافصاح الكامل، وتحقيق



العدالة، وما يؤدي إلى منع نشوب مواقف تعارض المصالح ، ونقترح أن يكون النص (يلتزم الوسيط بالعمل على تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية).

٣- نقترح على المشرع العراقي تحديد مفهوم لتعارض المصالح في سوق الأوراق المالية وذلك بالنصّ عليه من خلال ايراد تعريف له ، ونقترح أن يكون النص على النحو الآتي (تعارض المصالح هو موقف احترافي تتأثر فيه الاستقلالية والأمانة والنزاهة لشخص طبيعي أو معنوي يجد فيه هذا الشخص ملتزم بأداء عمل قد تعارضت مصالحه الشخصية مع مصالح أطراف العمل الملزم به ، أو تعارضت مصالح عملاء الشخص الملتزم بأداء عمل لصالح هؤلاء العملاء في سوق الأوراق المالية).

٤- نقترح على المشرع العراقي النصّ على منع الوطاء من استغلال ثقة المستثمرين وذلك بإضافة فقرة إلى القسم الخامس الخاص بالوظطاء، ونقترح أن تكون على النحو الآتي (يحضر على الوسيط اتباع أيّ أساليب تنطوي بصفة خاصة على استغلال ثقة المستثمرين كما يحظر إخفاء أو تغيير أو الامتناع عن الإفصاح عن الحقائق الجوهرية المتعلقة بالتعامل على الأوراق المالية).

٥- ندعو المشرع العراقي إلى ضرورة سنّ قانون ينظم المعلومات الائتمانية ، على غرار الموقف المصري والكويتي وما سواها ، لاسيما وأنّ العراق يتأثر سلباً أو إيجاباً بتقارير وكالات التصنيف فيما يتعلق بالديون السيادية للعراق.



المصادر والمراجع:

(١) د. عدنان عباس علي ، وكالات التصنيف الائتماني ، مقال منشور على شبكة الانترنت ، متاح على الموقع الالكتروني ، www.al-nnas.com تاريخ الزيارة (٢٠٢٠ / ٣ / ٢) الساعة (٩ مساءً).

(٢) د. احمد مدني ، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في سوق الأوراق المالية ومتطلبات اصلاحها ، مجلة العلوم الاقتصادية و القانونية ، الجزائر ، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ، العدد ١٩ ، ٢٠١٣ ، ص ٤٥.

(3) Jeanne-Francoise de polignac ، La notation financiere ، Revue banque edition، 2002، p:13.

أشار إليه د: سامي عبد الباقي ابو صالح ، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول ، المصدر السابق ، ص ٢٣٣

(٤) د. نسبية معروف ، دور وكالات التصنيف الائتماني في تفعيل أداء البنوك التجارية ، رسالة ماجستير مقدمة إلى جامعة العربي مهدي ، الجزائر ، ٢٠١٣ ، ص ٩.

(٥) القواعد المنظمة لعمل شركات الاستعلام والتصنيف الائتماني وقواعد تبادل المعلومات والبيانات ونظام رقابة البنك المركزي على هذه الشركات ، المصادق عليها من قبل البنك المركزي المصري بتاريخ ١٧ كانون الثاني ، ٢٠٠٧. ص 2.

(6) Christian GOURIEROUX، Bon ou mauvais usage des notations، d'economie financière، 2008، hors série، p. 259.

(٧) أشار إلى ذلك : د. نسبية معروف ، المصدر السابق ، ص ٤٣.

(٨) د. احمد مدني ، مصدر سابق ، ص ٤٩.

(٩) د.محمد مطر ، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب و الأدوات والاستخدامات العلمية، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠١٧ ، ص ٢٣٠.

(١٠) د.دعاء شاهين ، ماهية وكالات التصنيف الائتماني ، مقال متاح على الانترنت وعلى الموقع الالكتروني : [http:// www.masralarabia.com](http://www.masralarabia.com) : تاريخ الزيارة (٢٠٢٠ / ٣ / ١٥) الساعة (٩ صباحاً).

(١١) وعلى سبيل الاستئناس لا المقارنة ، حيث صدر في الأردن قانون المعلومات الائتمانية رقم (١٥) لسنة (٢٠١٠) ، وفي السودان صدر قانون الاستعلام والتصنيف الائتماني لسنة (٢٠١١) ، وصدرت في مصر القواعد المنظمة لعمل شركات الاستعلام والتصنيف الائتماني وقواعد تبادل البيانات والمعلومات ونظام رقابة البنك المركزي على هذه الشركات وقواعد وإجراءات الترخيص لها (٢٠٠٦) ، وقانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني الأمريكي لسنة (٢٠٠٦) ، وقانون المملكة المتحدة لتنظيم المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في (٢٠١٣) ، وقانون الاتحاد الأوروبي لتنظيم وكالات التصنيف الائتماني لسنة (٢٠٠٩) وتعديله في (٢٠١٣).

١٢ استنادا إلى نصّ المادة (٢٨٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ، التي تنصّ (لا يجوز أن يقل رأس مال الشركة المصدر عن نصف مليون جنيه على أن يكون مدفوعاً بالكامل عند التأسيس).

(١٣) د. عاطف وليم اندراوس ، المصدر السابق ، ص ١٣٠.



(١٤) نشر هذا القانون في الجريدة الرسمية في (١٠ / ٢ / ٢٠١٩) ، في العدد (١٤٣١) ، ص(٢) ، عامود (١).

(١٥) قبل وقت قصير ثبتت وكالة التصنيف الائتماني العالمية (ستاندر د أند بورز Standard & Poor's Financial Services LLC) ، وهي إحدى أكبر ثلاث شركات في العالم في هذا المجال ، تصنيف العراق الائتماني عند (B-/B) مع نظرة مستقبلية مستقرة ، وهو لا يشكل حافزا مشجعا للاستثمار الاجنبي في الوقت الحالي ، إذ أنّ درجة التصنيف تقدم للمستثمرين خارطة طريق لاستثماراتهم في البلد لاسيما في عملية تداول السندات ؛ لأنها تحدد بذلك نطاقاً لتداولها في أسواق السندات العالمية بعد تحديد المخاطر ، وعلى الرغم من ذلك فهي مرحلة مقبولة تتناسب مع واقع العراق الاقتصادي، الذي يتوقع أن ينخفض نمو الناتج المحلي الاجمالي إلى مستويات أقل من ٢% في (٢٠١٧ - ٢٠١٩) نتيجة التأثيرات السلبية المختلفة ، لكن الشيء الايجابي هو دخول العراق قائمة التصنيف الائتماني لأول مرة ؛ ليحصل على أول درجة تصنيف ائتماني في تاريخه في ايلول (٢٠١٥) ؛ لأنه لم يكن يمتلك سابقا درجة تصنيف ائتماني بسبب السياسات الاقتصادية الخاطئة والحروب في مرحلة النظام السابق ، ثم مرحلة الفوضى المالية بعد (٢٠٠٣) ، فقد ساد الفساد والهدر عملية إدارة الأموال العراقية ، لمزيد من التفصيل ينظر الموقع الالكتروني:

<https://m.annabaa.org/arabic/iraqipress/8057> تاريخ الزيارة (٢٠٢٠/٣/٣) الساعة (٦ مساءً).

(١٦) وكالات التصنيف الائتماني ، مقال منشور على الموقع الالكتروني www.aljazeera.net . منسوب لموقع الجزيرة ، تاريخ النشر ، (٢٠٢٠/٢/٣١) ، (الساعة ١٠ صباحا).

(١٧) حمد نهاد محمد ، حرية الرأي والتعبير في المواثيق الدولية والتشريعات المحلية ، بحث منشور على شبكة الانترنت ، متاح على الموقع الالكتروني. www.ichr.ps : تاريخ الزيارة (٢٠٢٠ /٣/٤) ، الساعة (٦ مساءً)

(١٨) د .عاطف وليم اندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي . ومتطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى 2008 ، ، ص ١٢٩ .

(١٩) نقلا عن : د. عبد الكريم صالح عبد الكريم ، قيمة المبادئ العامة للقانون في التشريع والقضاء ، بحث منشور في مجلة جامعة رابه رين ، السليمانية ، العدد ٣ ، ٢٠١٥ ، ص ١٠ .

(٢٠) مقال قانوني منشور على الموقع الالكتروني : <https://www.stern.nyu.edu> . last visiting تاريخ الزيارة (٢٠٢٠/٣/١١) الساعة (١١ صباحا) .

(٢١) د .عاطف وليم اندراوس ، المصدر السابق ، ص126 .

(٢٢) خالد مقدم ، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية : إعادة تنظيم أم تضارب مصالح ؟ ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية (جامعة الوادي-العدد السادس-المجلد الأول) ، ٢٠١٩ ، ص ١٣٨ . متاح على الموقع الالكتروني :

https://www.researchgate.net/profile/Khaled_Mokadem/publication/333388482 تاريخ الزيارة (٢٠٢٠/١٠/٣) الساعة (٧:٣٠) مساءً.





- (٢٣) د. بلعزوز بن علي ، التّصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها ، دراسة قانونية ، مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول (الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي) ، للفترة (15- 16) ديسمبر (2010) ، ص ٧ .
- (٢٤) د. بلعزوز بن علي ، مصدر سابق ، ص ١٤ .
- (٢٥) د .أحمد أبو الفتوح الناقاة ، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، الإسكندرية :قسم الاقتصاد بكلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، مصر، 1994 ، ص183 .
- (٢٦) د. نسبية معروف ، المصدر السابق ، ص٩٨ .
- (٢٧) رامي زعتر ، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري (رسالة ماجستير) ، قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية، (كلية الاقتصاد جامعة حلب ، سوريا) 2011 ، ص٤٣ .
- (٢٨) صدر هذا القرار بتاريخ (٢ / ١٢ / ٢٠٠٩) بشأن قبول تقارير التصنيف الائتماني لإصدارات الأوراق المالية من سندات الشركات وسندات التوريق و صكوك التمويل التي تصدر عن بعض الجهات الخارجية ، وهذا القرار منشور في الوقائع المصرية بالعدد (٢٨٧) في (١٧) ديسمبر (٢٠٠٩) ص١٦ .
- (٢٩) وتتمثل الجهات والوكالات التي أشار إليها النصّ :

- 1- Ficht Ratings (fitch) الولايات المتحدة
- 2- Mioody ' s Investor Services(Moody s) الولايات المتحدة
- 3- Standard and Poors Inc(S&P) الولايات المتحدة
- 4- A.M.Best الولايات المتحدة
- 5- Japan Credit Rating Agency، Ltd (JCR) اليابان
- 6- Rating & Investment Information، Inc.(R&I) اليابان
- 7- Dominion Bona Rating Services (DBRS) كندا
- 8- Fedafin Federolism & Financial AG(Fedafin) سويسرا
- 9- Austin Rating البرازيل
- 10- Evler Hermes Rating GMBH

- (٣٠) د. عبد الكريم صالح عبد الكريم ، المصدر السابق ، ص ١٢٩ .
- (٣١) . رامي زعتر ، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، المصدر السابق ، ص٨٨ .
- (٣٢) د. طارق عبد العال حماد ، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٩ ، ص٤٠٠ .
- (٣٣) د. طارق عبد العال حماد، المصدر نفسه ، ص ٤٠١ .
- (٣٤) د. طارق عبد العال حماد ، المصدر السابق ، ص ١٣٨ .
- (٣٥) د .عاطف وليم اندراوس ، المصدر السابق ، ص 126 .
- (٣٦) د.محمد سليمان الأحمد ، عبد الكريم صالح عبد الكريم ، المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني عن سوء تقديرها للمخاطر الائتمانية ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية ، المجلد 14 العدد ٢ ، ٢٠١٧ ، ص٢٦٩ .



(٣٧) د. علي شينخوا ، وكالات التصنيف الائتماني عدم تضخيم الازمة ، مقال منشور في وكالة رويترز بالعربي بتاريخ (2014/1/1) ، متاح على الموقع الإلكتروني <http://ara.reuters.com/article> : تاريخ الزيارة (14/3/2020) الساعة (٨ صباحا).

(٣٨) د. طارق عبد العال حماد ، المصدر السابق ، ص ٤٠٢ .

(٣٩) د. سامي عبد الباقي ابو صالح ، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول ، المصدر السابق ، ص ١٢٨ .

(٤٠) د. محمد سليمان الأحمد ، مصدر سابق ، ص ٢٧٢ .

(41) Ignacio A. Vincentelli V, Credit Rating Agencies and financial Stability, 2007, p:29.

هذا البحث متاح على الموقع الإلكتروني

<http://ssrn.com/abstract=1299041>

تاريخ الزيارة (٢٠٢٠/٧/١٤) ، الساعة (٢ ظهرا)