

# إطار القانون الدولي الخاص المتعلق بالتصنيفات الائتمانية (دراسة تحليلية)

## The Private International Law Framework for Credit Ratings (An Analytical Study)

م.د. رشا ميثم مجید أبو كل

جامعة الكوفة - كلية القانون

[rasham.abokalal@uokufa.edu.ig](mailto:rasham.abokalal@uokufa.edu.ig)

٢٠٥٢/٩/٧ تاريخ قبول النشر:

٢٠٢٥/٦/٥ تاريخ استلام البحث:

### الملخص:

يتناول هذا المقال بالتحليل الإطار القانوني المتعلق بالقانون الدولي الخاص في معالجة النزاعات العابرة للحدود بشأن تصنيفات الائتمان، مع تسليط الضوء على تجارب الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي بوصفهما نماذج هامة في هذا السياق. يسعى المقال إلى فحص الأضرار الكبيرة التي قد تلحق بالمستثمرين المتضررين من تصنيفات ائتمانية خاطئة، والصعوبات التي يواجهونها عند محاولة مطالباتهم بالتعويض ضد وكالات التصنيف الائتماني.

إن التحديات أمام هؤلاء المستثمرين لا تتحصر في صعوبة إثبات الضرر أو في متطلبات القانون الموضوعي، بل تتجاوزها إلى إطار أوسع يتعلق بالقيود التنظيمية للقانون الدولي الخاص، باستثناء وإلى حد ما النظام القانوني الأمريكي والأوروبي الموحد للمسؤولية المدنية، كما هو منصوص عليه في المادة ٣٥ من اللائحة المعدلة (EC) رقم ١٠٦٠/٢٠٠٩.

ورغم ذلك، لازالت الإشكالية تتفاقم بسبب غياب الوضوح في تحديد القانون الواجب التطبيق، إلى جانب افتقار النظام الدولي إلى آليات موحدة لتحديد المحكمة المختصة وتسوية النزاعات العابرة للحدود ضمن ميدان قانون الأسواق المالية. وفي هذا الإطار، يتناول المقال الخيارات المحتملة لإصلاح القواعد الخاصة بالقانون الدولي الخاص، بهدف تعزيز وصول المستثمرين إلى العدالة في النزاعات مع وكالات التصنيف الائتماني.

**الكلمات المفتاحية:** وكالات التصنيف الائتماني، تنازع القوانين، تنازع الاختصاص القضائي، قوانين الولايات المتحدة الأمريكية، قانون الاتحاد الأوروبي.

### Abstract:

This article analyzes the legal framework governing private international law in addressing cross-border disputes over credit ratings, highlighting the experiences of the United States and the European Union as important models in this context. It seeks to examine the significant damages that investors harmed by erroneous credit ratings may suffer, and the difficulties they face when attempting to seek compensation against credit rating agencies.

The challenges facing these investors are not limited to the difficulty of proving damages or the requirements of substantive law, but extend to a broader framework related to the regulatory constraints of private international law, with the exception, to some extent, of the uniform American and European legal system of civil liability, as stipulated in Article 35/A of Regulation (EC) No. 1060/2009.

However, the problem continues to be exacerbated by the lack of clarity in determining the applicable law, in addition to the international system's lack of uniform mechanisms for determining the competent court and settling cross-border disputes within the field of financial markets law. In this context, this article examines potential options for reforming private international law rules, with the aim of enhancing investors' access to justice in disputes with credit rating agencies.

**Keywords:** Credit rating agencies, Conflict of laws, Conflict of jurisdiction, US law, European Union law.

## المقدمة

إن التصنيف الائتماني تقييم يعطى لأوراق مالية أو جهات معينة، مثل الشركات أو الحكومات، بهدف تقدير قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية. ويعكس التصنيف مستوى المخاطر المرتبطة بهذه الجهة، ويوفر للمستثمرين مؤشراً على جدارة الاستثمار. وفي السنوات الأخيرة، أصبحت التصنيفات الائتمانية أدوات لا غنى عنها في الأسواق المالية العالمية، إذ توجه قرارات الاستثمار وتؤثر على تكلفة رأس المال بالنسبة للمصدرين في جميع أنحاء العالم. ومع ذلك، فإن دور التصنيفات الائتمانية، وخاصة بعد الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨، أثار جدلاً كبيراً، مما أدى إلى طرح تساؤلات حول فعالية وموثوقية وكالات التصنيف الائتماني (CRAs). هذه الجهات تلعب دوراً محورياً في تقييم الجدارة الائتمانية للمصدرين، ومع ذلك فإنها تواجه أيضاً انتقادات بسبب احتمال تعارض المصالح وتأثير تصنيفاتها على استقرار السوق. وتترتب على التصنيفات الائتمانية آثار كبيرة، خاصة في السياقات عبر الحدود، إذ يمكن أن تخضع أنشطة وكالات التصنيف الائتماني لقوانين مختلفة. من هنا، بُرِزَ دور القانون الدولي الخاص كعامل أساسي لتحديد أي قانون وأي سلطة قضائية يتم من خلالها فض المنازعات المتعلقة بهذه التصنيفات. تهدف هذه الدراسة إلى تحليل إطار القانون الدولي الخاص فيما يتعلق بالتصنيفات الائتمانية من خلال دراسة تحليلية للنهج المتباين والمتكامل لكل من الولايات المتحدة وبريطانيا والاتحاد الأوروبي. وتؤدي وكالات التصنيف الائتماني (CRAs) دوراً محورياً في معظم الأسواق المالية الحديثة، إذ تؤدي دوراً مزدوجاً بالغ الأهمية كمصدر للمعلومات وحارس مالي. تقدم وكالات التصنيف الائتماني تقييمات حول الجدارة الائتمانية للمقترضين من الشركات، والحكومات، والجهات المصدرة للديون (تصنيفات المصدرين) أو الأدوات المالية (تصنيفات الإصدار)، والتي تُلْحَص تقليدياً في درجات حرافية تبدأ من الأعلى بتصنيف ممتاز (Moody's AAA) إلى أو D، ولطالما هيمنت وكالات ستاندرد وبورز (Standard & Poors) وموديز (Moody's).



وفيتش (Fitch) (المعروفة باسم "الثلاثة الكبار")<sup>1</sup> على سوق التصنيفات، إذ تمول تصنيفاتها من قبل الكيانات المصنفة ذاتها وفقاً لنموذج "المصدر يدفع" وتتاح عليناً. عدد قليل من الوكالات الصغيرة يوفر تصنيفات غير مطلوبة لتحصيل حصة في السوق، وغالباً ما يتم تمويل هذه التصنيفات من قبل مشتركون مثل المؤسسات الائتمانية وشركات التأمين ومؤسسات التقادم المهني ومستثمرين محترفين آخرين. في جميع الحالات، تساعد التصنيفات الائتمانية في مقارنة المخاطر النسبية للتخلُّف عن السداد على الأوراق المالية، وتهدِّف إلى تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية عقلانية. مثل المدققين الماليين والمحللين الماليين والمصرفيين الاستثماريين، تعمل وكالات التصنيف الائتماني على تقليل الفجوات المعلوماتية بين المصادر والمُسْتَهْمِرِين، ومن ثم تسهيل أو عرقلة أو حتى منع وصول المقرضين من القطاعين الخاص والعام إلى الأسواق المالية. هذه الوظيفة "الحارسة" للوكالات متعددة بعمق في تنظيم البنوك والأوراق المالية، كما يتضح في الاتحاد الأوروبي من خلال لائحة متطلبات رأس المال، التي تسمح للبنوك والشركات الاستثمارية الأخرى باستخدام التصنيفات الائتمانية كمرجع لحساب متطلبات رأس المال لأغراض الملاعة المالية.

وتكمِّن أهمية هذه الدراسة في الدور الحاسم الذي تؤديه التصنيفات الائتمانية في الحفاظ على استقرار السوق وثقة المستثمرين. ونظراً للطبيعة العالمية للأسوق المالية، فإن التصنيفات الائتمانية تؤثر بشكل متكرر على الأطراف المعنية عبر الحدود، مما يستلزم اعتماد نهج قانوني متجانس لإدارة المسؤوليات والنزاعات المرتبطة بهذه التصنيفات. ومع استمرار وكالات التصنيف الائتماني في العمل عبر الحدود، يصل تأثيرها إلى المستثمرين والمصادر والحكومات في جميع أنحاء العالم. من هنا، فإن فهم الإطار القانوني للقانون الدولي الخاص الذي يحكم وكالات التصنيف الائتماني أمرٌ ضروري لحماية المشاركين في السوق وتعزيز تماسك الأنظمة التنظيمية. إذ يمثل تحليل الأنظمة القانونية الحالية لكل من الولايات المتحدة وبريطانيا والاتحاد الأوروبي أهمية كبيرة، إذ تعد هذه الأنظمة موطنًا لمراكيز مالية رائدة وتتمتع بتأثير كبير على معايير التنظيم الدولي.

وأما المشكلة الأساسية التي تعالجها هذه الدراسة فإنها تكمن في الطبيعة المعقّدة والمتجزئة للقانون الدولي الخاص كما يُطبق على التصنيفات الائتمانية والنزاعات المرتبطة بها من قوانين والمحاكم التي تتصدر للولاية القضائية في هذا نزاعات. فعلى الرغم من أن التصنيفات الائتمانية تعد أدوات قيمة لتقدير المخاطر الائتمانية، إلا أن مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني في الحالات التي ثبتت فيها عدم دقة أو تضليل التصنيفات لا تزال موضوعاً مثيراً للجدل. إذ تقدم الأنظمة القانونية لكل من الولايات المتحدة وبريطانيا والاتحاد الأوروبي أساليب مختلفة لتنظيم وكالات التصنيف الائتماني، مما يؤدي إلى مستويات متفاوتة من المسؤولية والحماية للأطراف المتضررة. يؤدي هذا التباين إلى عدم يقين قانوني، خاصة في حالات النزاعات عبر الحدود إذ يمكن أن تدعى عدة ولايات قضائية اختصاصها على القضايا. علاوةً على ذلك، يثير هذا الأمر تساؤلات حول كيفية تحمل وكالات التصنيف الائتماني المسؤولية بطريقة توازن بين صالح المستثمرين والمصادر والجهات التنظيمية.



وتهدف هذه الدراسة إلى استكشاف كيفية معالجة القانون الدولي الخاص لهذه التحديات وكيف يمكن أن يسهم نهج متجانس في تعزيز فعالية وعدالة تنظيم وكالات التصنيف الائتماني، كما تهدف أيضاً إلى تقديم دراسة تحليلية لإطار القانون الدولي الخاص المتعلق بالتصنيفات الائتمانية، مع التركيز على ثلات جهات قضائية رئيسية هي الولايات المتحدة وبريطانيا والاتحاد الأوروبي، والغرض الأساسي هو تحديد النظام القانوني الذي سيطبق على النزاعات المتعلقة بوكالات التصنيف الائتماني، وتحديد المحاكم المخولة بالبت في هذه القضايا.

### **المبحث الأول: الإطار العام للمسؤولية عن التصنيفات الائتمانية**

تعد التصنيفات الائتمانية جزءاً أساسياً من النظام المالي العالمي، إذ تساعد المستثمرين والشركات والدول في تقييم الجدارة الائتمانية للأصول المالية المختلفة. وتعتمد وكالات التصنيف الائتماني بشكل كبير في تقديم هذه التصنيفات، التي تسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية، بل وقد تؤثر في اقتصادات كاملة. ومع ذلك، قد تؤدي الأخطاء في التصنيفات أو إساءة استخدامها إلى خسائر مالية كبيرة، مما يثير التساؤل حول مدى مسؤولية وكالات التصنيف في حالة التسبب بأضرار للجهات الأخرى. ويهدف هذا المبحث إلى تحليل المسؤولية القانونية لهذه الوكالات، في ضوء القواعد العامة للمسؤولية المدنية.

### **المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي للتصنيفات الائتمانية**

فيما يتعلق بتنظيم وكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة يعتمد الإطار التنظيمي لوكالات التصنيف على قانون إصلاح وكالات التصنيف لعام ٢٠٠٦،<sup>١</sup> الذي يضع الأسس العامة للتسجيل والحكمة وتقليل تضارب المصالح، وعلى قانون دود-فرانك لعام ٢٠١٠،<sup>٢</sup> الذي وسع نطاق التنظيم وأضاف متطلبات صارمة لتعزيز الشفافية والمساءلة. كلا القانونين يسعian لضمان تقديم تصنيفات موضوعية وموثوقة تساعد على استقرار السوق المالية وحماية المستثمرين من المخاطر المتعلقة بالتصنيفات المضللة.

تم تنظيم وكالات التصنيف الائتماني (CRAs) في الولايات المتحدة بموجب قانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لعام ٢٠٠٦ (Credit Rating Agency Reform Act of 2006)،<sup>٣</sup> الذي يمنح لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) سلطة تنظيم ومراقبة وكالات التصنيف بهدف ضمان نزاهتها وموثوقيتها التصنيفات الائتمانية، خاصة بعد الأزمات المالية التي تبين فيها دور هذه الوكالات في إصدار تصنيفات غير دقيقة.<sup>٤</sup> وفيما بعد، أضاف قانون دود-فرانك لعام ٢٠١٠ (Dodd-Frank Act)<sup>٥</sup> متطلبات أخرى لتعزيز الشفافية والمساءلة في عمل وكالات التصنيف الائتماني، مستجيبةً لمخاوف السوق العامة من تأثيراتها على الاستقرار المالي:

**الفرع الأول: تنظيم وكالات التصنيف الائتماني بموجب قانون إصلاح وكالات التصنيف لعام ٢٠٠٦**  
ينص قانون ٢٠٠٦ على منح لجنة الأوراق المالية والبورصات سلطة الإشراف على وكالات التصنيف الائتماني المعترف بها باعتبارها وكالات تصنيف معترف بها إحصائياً على المستوى الوطني (NRSROs). وحدد هذا القانون آليات محددة لتنظيم هذه الوكالات على النحو التالي:



١. نظام التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصات: يلزم القانون وكالات التصنيف بالتسجيل لدى SEC كوكالات NRSROs،° مما يفرض عليها الالتزام بمتطلبات إفصاح محددة تتعلق بالبيانات المالية، وسياسات وأساليب التصنيف، والإجراءات المتبعة لتقدير السنادات والأوراق المالية. يشير هذا التسجيل إلى أن الوكالة تتمتع بالاعتراف الوطني باعتبارها جهة موثوقة ومؤهلة لتقديم تصنيفات ائتمانية على مستوى السوق المالية الأمريكية. ويُعد هذا التسجيل أساساً للوصول إلى الاعتراف الرسمي، إذ يسمح لوكالات بإصدار تصنيفات تُستخدم في تقدير المخاطر للأوراق المالية المتداولة على مستوى الولايات المتحدة، مما يعطيها مصداقية وشرعية أعلى لدى المستثمرين.<sup>٦</sup>

٢. تجنب تضارب المصالح: فرض قانون الإصلاح متطلبات لتقليل تضارب المصالح في عمليات التصنيف. شملت هذه المتطلبات: حظر بعض الممارسات التي تؤدي إلى تضارب المصالح، مثل قيام وكالة التصنيف بتقديم خدمات استشارية للشركات التي تقوم بتصنيف أوراقها المالية. وكذلك ضرورة الإفصاح عن أي تضارب مصالح محتمل في عمليات التصنيف.<sup>٧</sup>

٣. متطلبات الحكومة الداخلية والضوابط الرقابية: يلزم القانون الوكالات بوضع سياسات رقابية داخلية قوية لضمان نزاهة وشفافية عمليات التصنيف. ويشمل ذلك إلزام الوكالات بتعيين لجان مستقلة أو مسؤولين عن الامتثال للإشراف على دقة إجراءات التصنيف وتقييم المخاطر.<sup>٨</sup>

٤. إجراءات لضمان جودة التصنيف واستقلالية التقييمات: يتطلب القانون من الوكالات توثيق منهجيات التصنيف وتحليل المخاطر المستخدمة، وضمان أن التصنيفات الصادرة مبنية على تقييمات موضوعية ومتسقة، بحيث تكون مفهومة ومبنية على أساس علمية ومهنية.<sup>٩</sup>

#### الفرع الثاني: متطلبات قانون دود- فرانك لعام ٢٠١٠ لتعزيز الشفافية والمساءلة

جاء قانون دود- فرانك بعد الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨، إذ تعرضت وكالات التصنيف الائتماني لانتقادات واسعة لتضليل المستثمرين بخصوص استقرار بعض المنتجات المالية.<sup>١٠</sup> وعليه، أضاف هذا القانون مجموعة من المتطلبات التنظيمية لزيادة الشفافية والمساءلة:

١. إصلاحات حوكمة الوكالات وتنمية آليات الإفصاح: تطلب دود-فرانك من وكالات التصنيف تعزيز شفافية إجراءات التصنيف عن طريق:

• الإفصاح الكامل عن منهجيات التصنيف: يجب على الوكالات نشر منهجهياتها بشكل شفاف ليتمكن المستثمرون من تقييم أساس التصنيف.

• الإبلاغ الدوري عن دقة التصنيفات: تتطلب الأحكام من الوكالات تقديم تقارير توضح مدى دقة التصنيفات بمرور الوقت.

#### ٢. متطلبات تعزيز المساءلة والالتزام بالقوانين

• أنشأ القانون آلية يمكن بموجبها للمتضاربين من التصنيفات المضللة رفع دعاوى قانونية ضد الوكالات في حال تورطها في تصنيف غير دقيق عمداً أو بسبب إهمال جسيم.

- فرض القانون على الوكالات الالتزام بمعايير مساعدة أعلى، بحيث تحمل الوكالات المسؤلية عن النتائج المالية السلبية التي يمكن أن تترتب على التصنيفات المضلة.
- ٣. مزيد من القيود على تضارب المصالح: فرض دود-فرانك قواعد إضافية للحد من تضارب المصالح عن طريق إلزام الوكالات بإنشاء لجان مستقلة، تهدف إلى الإشراف على نزاهة التصنيفات وتطبيق الضوابط الداخلية التي تمنع تضارب المصالح.
- ٤. توسيع دور لجنة الأوراق المالية والبورصات في الإشراف والتدقيق: وسع القانون سلطة SEC في التحقيق في مخالفات وكالات التصنيف وإجراء فحوصات دورية للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح المعمول بها.<sup>١١</sup> وتشمل هذه الصلاحيات:
  - التفتيش الدوري على وكالات التصنيف وتقييم ممارساتها.
  - فرض عقوبات على الوكالات المخالفة بما فيها الغرامات المالية وإيقاف أو إلغاء اعتماد وكالة ك NRSRO.
- ٥. تطبيق مبدأ فصل الوظائف الداخلية في وكالات التصنيف: ألزم القانون الوكالات بضرورة الفصل بين أقسام التصنيف والأقسام الأخرى التي قد تؤثر على القرارات الاستثمارية، لضمان أن تصدر التصنيفات بموضوعية تامة بعيداً عن المصالح التجارية الأخرى.
- ٦. الشفافية في تقرير أداء التصنيفات: تطلب القانون من الوكالات تقديم تقارير دورية توضح مدى فعالية تصنيفاتها بمرور الوقت، مما يتيح للمستثمرين معرفة مدى موثوقية التصنيفات وتحليل الأداء السابق لقرارات التصنيف.

توضح المادة ٣٥ من لائحة وكالات التصنيف الائتماني (CRA Regulation) في الاتحاد الأوروبي الأسس القانونية للمسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني تجاه المستثمرين أو الجهات المصدرة للأدوات المالية. وتوضح هذه المادة متى يمكن للمستثمرين والمصدرين تقديم دعاوى للحصول على تعويضات عن الأضرار الناجمة عن المخالفات التي ترتكبها وكالات التصنيف الائتماني، وكيفية تقييم الأدلة والشروط اللازمة لتفعيل المسؤولية.<sup>١٢</sup> إذ تضمنت الفقرة الأولى، حق المطالبة بالتعويض إذا تنص على أن المستثمر أو المصدر يمكنه المطالبة بتعويضات من وكالة التصنيف الائتماني إذا ارتكبت الوكالة مخالفةً بشكل متعمد أو نتيجة إهمال جسيم. وتتضمن هذه المخالفات الأنواع المدرجة في الملحق الثالث من اللائحة، والتي تؤثر على التصنيف الائتماني. ويمكن للمستثمر المطالبة بتعويض إذا كان قد اعتمد "بشكل معقول" على التصنيف الائتماني لاتخاذ قرار بشأن الاستثمار أو الاحتفاظ أو التخارج من أدلة مالية محددة.<sup>١٣</sup> وبذلك، يشترط أن يكون الاعتماد على التصنيف "معقولاً" وأن يتبع المستثمر ما يُعرف "بالرعاية الواجبة"، مثل التحقق من مصداقية التصنيف. وكذلك يحق للمصدر أيضاً المطالبة بالتعويض في حال ثبوت أن التصنيف الائتماني كان معييناً نتيجة مخالفة ارتكبها الوكالة، بشرط أن تكون الأداة المالية للمصدر أو الشركة نفسها مشمولة بهذا التصنيف. ويُشترط أيضاً أن تكون المخالفة ناتجة عن خطأ الوكالة وليس نتيجة معلومات غير دقيقة أو مضلة قدماها المصدر للوكالة.<sup>١٤</sup>



اما الفقرة الثانية فحددت مسؤولية المستثمر او المصدر في تقديم الأدلة، اذ يجب على المستثمر أو المصدر تقديم معلومات دقيقة ومفصلة توضح أن الوكالة ارتكبت مخالفة للوائح وأن هذه المخالفة أثرت على التصنيف الصادر. وتتضمن هذه الفقرة عدة جوانب: كمتطلبات الأدلة، اذ يجب أن يقدم المستثمر أو المصدر أدلة مفصلة عن المخالفة، مثل تقديم تفاصيل حول الانتهاك الذي ارتكبه الوكالة، وتوضيح تأثيره على التصنيف الائتماني. ومن جانب اخر دور المحكمة الوطنية، فتقييم الأدلة المقدمة متترك للمحكمة الوطنية المختصة، وتراعي المحكمة أن المستثمر أو المصدر قد لا يكونان على علم بكافة المعلومات التي تخص عمل وكالة التصنيف نظراً للخصوصية المؤسسية.

في حين بينت الفقرة الثالثة قيود المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني، اذ تناولت مسألة تقييد المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف، إذ تشير إلى أنه يمكن للوكالة تقييد مسؤوليتها مقدماً وفق شروط محددة، تتمثل بمقولية التقييد وتناسبه، أي قيد على المسؤولية يجب أن يكون معقولاً ومتاسباً. وكذلك التوافق مع القانون الوطني: ينبغي أن يكون التقييد مسموحاً به بموجب القانون الوطني المعمول به. كما تُبطل أي شروط تقييد أو استبعاد للمسؤولية لا تلتزم بالشروط المذكورة.<sup>١٥</sup>

وجاءت الفقرة الرابعة بتفسير المصطلحات ومواءمة القانون واجب التطبيق، اذ تنص على أن المصطلحات المذكورة في المادة، مثل "الضرر"، "النية"، "الإهمال الجسيم"، "الاعتماد المعقول"، وغيرها، يتم تفسيرها وتطبيقها وفقاً للقانون واجب التطبيق كما تحدده قواعد القانون الدولي الخاص. وتتضمن هذه الفقرة أيضاً، مواءمة المسؤولية مع القوانين الوطنية: في حال عدم تغطية بعض الجوانب في اللائحة، يتم الرجوع إلى القانون الوطني لتحديد كيفية التعامل مع هذه القضايا. وتحديد المحكمة المختصة للنظر في دعاوى المسؤولية المدنية استناداً إلى قواعد القانون الدولي الخاص.<sup>١٦</sup>

وبخصوص الفقرة الخامسة، فتشير هذه الفقرة إلى أن المادة ٣٥/أ لا تمنع تقديم دعاوى مسؤولية مدنية إضافية بموجب القانون الوطني. بمعنى آخر، يمكن للأطراف المتضررة (المستثمر أو المصدر) تقديم دعاوى أخرى إذا كان القانون الوطني يسمح بذلك، ما يوسع نطاق حماية المستثمرين والمصدرين. وجاءت الفقرة السادسة لتحديد استقلالية حق التحرك من قبل هيئة الأوراق المالية الأوروبية ESMA، اذ تؤكد هذه الفقرة أن المادة ٣٥/أ لا تمنع هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA) من ممارسة صلاحياتها الكاملة للتحقيق واتخاذ الإجراءات اللازمة حيال أي مخالفة.<sup>١٧</sup>

### **المطلب الثاني: الاختلالات في نظام المسؤولية لوكالات التصنيف الائتماني**

تعد الاختلالات في نظام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي نتاجاً للتحديات التي تواجهها هذه الوكالات في تحقيق توازن بين استقلالية التقييمات والمسؤولية المدنية. وبالرغم من وجود إطار قانوني يهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز الشفافية، إلا أن الحواجز القانونية والإجرائية والهيكلية تظل قائمة، ما يجعل من الصعب على النظام القانوني تحقيق مساعدة كاملة وفعالة لوكالات التصنيف.



## الفرع الأول: الاختلالات في نظام المسؤولية لوكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة

نظام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة يُواجه عدة تحديات واختلالات، على الرغم من التنظيم الصارم بموجب قانون إصلاح وكالات التصنيف لعام ٢٠٠٦ وقانون دود-فرانك لعام ٢٠١٠. يمكن توضيح هذه الاختلالات كما يلي:

١. **نقص الصلاحية القانونية للمساءلة المباشرة:** فعلى الرغم من أن قانون دود-فرانك يعزز مسألة المساءلة ويتيح للمستثمرين رفع دعاوى ضد وكالات التصنيف في حال وجود تصنيفات مضللة، فإن توجيه هذه الدعاوى يتطلب إثبات نية الإضرار أو الإهمال الجسيم، مما قد يُعقد الإجراءات ويصعب على المتضررين إثبات سوء النية أو الإهمال في التصنيف. إذ يتطلب القانون أن يتم إثبات أن الوكالة كانت "تعلم" أو "يجب أن تكون على علم" بأن التصنيف غير دقيق، مما يجعل من الصعب على المستثمرين المتضررين تقديم أدلة كافية لإثبات هذه النقطة.<sup>١٨</sup>

٢. **تضارب المصالح المستمر:** بالرغم من فرض قوانين صارمة لتقليل تضارب المصالح، إلا أن نموذج العمل الأساسي لوكالات التصنيف يقوم على دفع الشركات نفسها لوكالات لتقدير سنداتها، ما يُبقي على خطر التضارب. إذ يمكن أن تسعى الوكالات إلى تقديم تقييمات إيجابية لحفظ على عملائها، مما يؤثر على دقة التصنيفات ويعرض المستثمرين لمخاطر مالية. ولا تزال وكالات التصنيف تقدم بعض الخدمات الاستشارية التي تثير تساؤلات حول تضارب المصالح، إذ تتيح هذه الخدمات لوكالات الاطلاع على تفاصيل الشركات بشكل موسع، مما قد يؤثر على تصنيفها الائتماني.<sup>١٩</sup>

٣.  **نطاق المسؤولية المحدود:** من أبرز القيود أن وكالات التصنيف غالباً ما تُعفى من المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية إلا في حالات الإهمال الجسيم، وهي حماية قانونية تجعل من الصعب محاسبتها في حالات التصنيفات غير الدقيقة أو التي لا تعتمد على أساس مهنية سليمة. وإن وجود حماية قانونية قوية لوكالات التصنيف يجعل من الصعب على المتضررين تقديم دعاوى ناجحة، ما يعني ضعف الحماية المتاحة للمستثمرين.

٤. **غياب تعريف واضح لبعض المفاهيم القانونية:** يترك للقانون الوطني والقوانين المحلية تحديد بعض المفاهيم الرئيسية مثل "الإهمال الجسيم" و"العنابة الواجبة"، مما يجعل تفسير هذه المفاهيم متروكاً للمحاكم الفردية ويفيد إلى عدم اتساق في تطبيق القوانين. ويفيدي عدم توحيد المعايير إلى قرارات قضائية متباعدة من محكمة لأخرى، مما يزيد من عدم الوضوح القانوني ويصعب على المستثمرين والمؤسسات فهم حقوقهم ومسؤوليات وكالات التصنيف.<sup>٢٠</sup>

٥. **ضعف الشفافية في تقارير الأداء:** رغم فرض قانون دود-فرانك متطلبات إفصاح أشمل، إلا أن التقارير الصادرة حول دقة التصنيفات ومصداقيتها تفتقر إلى الشفافية الكافية، ما يجعل من الصعب على المستثمرين تقييم جودة التصنيفات المقدمة على المدى الطويل. لا تلتزم جميع الوكالات بتقديم تحديثات مفصلة حول الأداء السابق لتصنيفاتها، مما يترك المستثمرين في ضبابية حول مدى موثوقية الوكالات بمرور الوقت.<sup>٢١</sup>



٦. قيود إنجاز قانوني محدودة من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC): على الرغم من أن لجنة الأوراق المالية والبورصات تتمتع بسلطات تنظيمية كبيرة، إلا أن هناك قيوداً على مستوى تطبيق العقوبات المباشرة؛ إذ أن العقوبات المطبقة عادةً تكون مالية فقط، دون أن تشمل التدخل المباشر أو تعليق عمل الوكالات. كما أن الهيئات التنظيمية غالباً ما تفتقر إلى الأدوات اللازمة للتدخل الإستباقي لمنع التصنيفات المضللة قبل حدوثها، مما يضعف دورها في الرقابة الوقائية على السوق.<sup>٢٢</sup>

٧. تعقيدات التحقيق في ممارسات الوكالات: تتطلب القضايا المتعلقة بالتصنيفات غالباً فحصاً معمداً لممارسات الوكالات ومنهجياتها، ويكون من الصعب للمستثمرين أو لجنة الأوراق المالية والبورصات الوصول إلى الأدلة اللازمة التي قد تكون تحتفظ بها الوكالات داخلياً، مما يعوق جهود التحقيق والمساءلة.<sup>٢٣</sup>

#### الفرع الثاني: الاختلالات في نظام المسؤولية لوكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي

يتضح أن نظام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي يعاني من قصور هيكيي نتيجة تباين القوانين الوطنية، وصعوبة إثبات "الاعتماد المعقول"، و تُظهر المادة ٣٥/أ من لائحة وكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي العديد من الاختلالات في نظام المسؤولية المدنية لوكالات التصنيف، هذه الاختلالات تقلل من فعالية نظام المسؤولية، مما يعرض المستثمرين الأجانب لخطر عدم الحصول على تعويضات ملائمة في حالات التصنيفات غير الدقيقة أو المضللة، ويترك الكثير من الأعباء القانونية على كاهل الدول الأعضاء،<sup>٤</sup> ويمكن تلخيص هذه الاختلالات كما يلي:

١. الصعوبة في إثبات المسؤولية وتطبيق معيار الاعتماد المعقول: يواجه المستثمرون تحديات كبيرة في إثبات مسؤولية الوكالات عن الأضرار الناجمة عن التصنيفات المضللة، وذلك لأن المادة ٣٥/أ تتطلب منهم إثبات "الاعتماد المعقول" على التصنيف الائتماني عند اتخاذ قرارات استثمارية. يُعد إثبات هذا "الاعتماد المعقول" أمراً معتقداً، خاصة بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين، الذين يتوجب عليهم وفق المادة ١٥(١) إجراء تقييمات خاصة بهم وعدم الاعتماد بشكل حصري على التصنيفات. هذا يعني أن المستثمرين يجب أن يثبتوا أنهم قاموا بتحليل إضافي للمخاطر، مما يعقد إجراءات التقاضي ويضعف موقفهم القانوني.<sup>٢٥</sup>

٢. التفسير الوطني المختلف للمصطلحات القانونية الأساسية: تعتمد المادة ٣٥/أ بشكل كبير على القانون الوطني للدول الأعضاء لتحديد وتفسير مصطلحات مثل "الضرر"، و"الإهمال الجسيم"، و"الاعتماد المعقول"، و"العنایة الواجبة"، مما يسبب تبايناً في تفسيرات هذه المصطلحات بين الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. هذا التباين يعرقل توحيد المسؤولية المدنية و يؤدي إلى نتائج غير متسقة في المسائلة القانونية عبر الحدود، إذ يمكن أن يكون بعض الدول أكثر مرونة في معايير المسؤولية بينما تعتمد دول أخرى معايير أكثر شدداً.<sup>٢٦</sup>

٣. عدم وجود معيار موحد للمسؤولية المدنية بين الدول الأعضاء: لم يسع المشرع الأوروبي لتطوير معيار موحد للمسؤولية المدنية عن أنشطة التصنيف الائتماني، بل ترك الأمر لتطبيق القانون الوطني للدول الأعضاء. ونتيجة لذلك، بقيت الفروقات بين الدول في ما يتعلق بالمسؤولية المدنية، إذ يمكن للدول أن تختلف أو تضع قواعد قد تكون أقل صرامة أو أكثر إفادة للمستثمرين. هذا يؤدي إلى تفاوت في مستوى حماية المستثمرين ويعيق تحقيق العدالة بين الدول الأعضاء.<sup>٢٧</sup>

٤. التحديات في مساءلة الشركات الأم خارج الاتحاد الأوروبي: تقتصر اللائحة على التصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف المسجلة داخل الاتحاد الأوروبي، مما يعني أن الوكالات الكبرى (مثل Standard & Poor's و Moody's Fitch) التي مقرها الرئيسي خارج الاتحاد لا تقع تحت نطاق المادة ٣٥/أ. وبالتالي، لا تطبق عليها شروط اللائحة بشكل مباشر، وتترك المسؤولية القانونية لكيانات الفرعية المسجلة في الاتحاد الأوروبي، مما يضعف قدرة المستثمرين على متابعة الشركات الأم قانونياً للحصول على تعويضات.<sup>٢٨</sup>

٥. محدودية نطاق تطبيق المادة ٣٥/أ إقليمياً: نظراً لأن المادة ٣٥/أ لا تشمل الوكالات الأم خارج الاتحاد الأوروبي، تركت هذه الأخيرة خارج نطاق المساءلة القانونية بموجب قوانين الاتحاد الأوروبي، حتى لو كان لها تأثير على السوق الأوروبية. ونتيجة لذلك، فإن المستثمرين الذين قد يتعرضون لأضرار من تصنيفات صادرة عن وكالات غير معتمدة ضمن الاتحاد لا يتمتعون بحماية قانونية فعالة، ويضطرون إلى الاعتماد على قوانين الدول الأعضاء، مما يزيد من تعقيد إجراءات المطالبة بالتعويض.<sup>٢٩</sup>

٦. الاعتماد الكبير على متطلبات التصديق دون تطبيق مسؤولية مباشرة: تتطلب اللائحة تصديق التصنيفات الصادرة عن وكالات خارج الاتحاد الأوروبي كي يتم استخدامها لأغراض تنظيمية داخل الاتحاد. ورغم أن اللائحة تجعل الوكالات الفرعية المسجلة في الاتحاد الأوروبي مسؤولة عن التصديق، فإن هذا الإطار التنظيمي يعفي الوكالات الأم من المسؤولية المباشرة، مما يعني أن المستثمرين المتضررين لن يكون بإمكانهم المطالبة بالتعويض من الشركة الأم مباشرة إلا عبر القانون الوطني، وهو ما يضعف الحماية الفعلية التي توفرها اللائحة.<sup>٣٠</sup>

### المبحث الثاني: الإطار الخاص لمسؤولية عن التصنيفات الائتمانية

يتناول هذا المبحث الإطار الخاص لمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني من خلال تسلیط الضوء على التحديات القانونية المرتبطة بتحديد القانون واجب التطبيق وال اختصاص القضائي في منازعات المسؤولية الناشئة عن التصنيفات الائتمانية. ففي ظل التباين بين الأنظمة القانونية الوطنية حول كيفية معالجة مثل هذه المنازعات، ينشأ تازع في الاختصاصات قد يؤثر على فعالية الحلول القانونية المتاحة ويزيد من تعقيد النزاعات الدولية المتعلقة بالتصنيف الائتماني، وذلك في مطلبين يتناول المطلب الأول تازع الاختصاص التشريعي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية، أما المطلب الثاني فيتناول تازع الاختصاص القضائي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية:

#### المطلب الأول: تازع الاختصاص التشريعي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية

في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية، يتم تحديد القانون الواجب التطبيق في كل من الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي بطرق مختلفة تبعاً للإطار القانوني ونوع الدعوى، الأمر الذي يحتاج في الأساس إلى تكييف الأسس القانونية لمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني ومن ثم تحديد القانون واجب التطبيق، وفقاً للتفصيل الآتي:



## الفرع الأول: تكييف مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني

تبين الأسس القانونية لمسؤولية وكالات التصنيف الائتماني بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي في عدة جوانب، نظراً لاختلاف القواعد القانونية المعمول بها والأسس التي تستند إليها المسئولية المدنية في كل منها. وفيما يلي تفصيل لتوصيف الأسس القانونية في كلا النظامين:

**أولاً: الولايات المتحدة الأمريكية:** في الولايات المتحدة، يتم تكييف مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني بشكل مختلف، إذ يُعد النظام الأمريكي أقل اعتماداً على اللوائح التنظيمية الموحدة وأكثر مرونة في سياق المسؤولية القانونية، وتشمل الأسس القانونية للمسؤولية ما يلي:

١. **نظام المسؤولية المدني المبني على نظريات قانون الضرر والإهمال الجسيم:** تعتمد المحاكم الأمريكية في تقييم المسؤولية على نظرية الضرر (Tort Law)، إذ يمكن تحويل وكالات التصنيف المسئولية بناءً على الإهمال الجسيم أو التسبب المتعذر في الضرر. ويشمل ذلك إثبات انتهاك الوكالات لمعايير الأمانة المهنية، وخاصةً إذا ثبت أن الوكالة تلاعبت بالتقديرات عن عدم أو قدّمت تصنفيات مضللة بقصد التأثير على المستثمرين<sup>٣١</sup>.

٢. **حماية حرية التعبير وفق التعديل الأول للدستور:** تعتمد وكالات التصنيف على حماية التعديل الأول في الدافع عن نفسها في الدعاوى القانونية، إذ تعد التصنفيات الائتمانية نوعاً من الآراء المدعومة بحرية التعبير، مما يجعل فرض المسؤولية عليها أمراً معقداً إلا إذا أثبت المدعي أن الوكالة تصرفت بطريقة احتيالية أو تلاعبت بالمعلومات<sup>٣٢</sup>.

٣. **القوانين الفيدرالية وقوانين الولايات ذات الصلة بالأسواق المالية:** توجد قوانين وقواعد متعلقة بالأسواق المالية الأمريكية، مثل قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ وقانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٤، والتي تلزم الشركات المالية بنشر معلومات دقيقة وصحيحة. وتعتبر قوانين الأسواق المالية أحد الأسس التي يمكن استخدامها لتحميل وكالات التصنيف المسئولية، وخاصةً إذا قدمت تصنفياتها بشكل يؤثر على استقرار الأسواق أو يؤدي إلى خسائر للمستثمرين<sup>٣٣</sup>.

٤. **الإجراءات الجماعية (Class Action Lawsuits):** يُعد النظام القانوني الأمريكي أكثر مرونة في السماح بالإجراءات الجماعية ضد وكالات التصنيف، إذ يمكن للمستثمرين المتضررين أن يجتمعوا في دعوى واحدة، مما يزيد من فرص تحويل الوكالات مسؤولية الأضرار المترتبة على التصنفيات غير الدقيقة<sup>٣٤</sup>.

**ثانياً: الاتحاد الأوروبي:** في الاتحاد الأوروبي، تخضع مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني لقواعد محددة تتعلق بالالتزامات غير التعاقدية بموجب لائحة وكالات التصنيف الائتماني، وخاصة المادة ١٣٥ من هذه اللائحة. يمكن تلخيص الأسس القانونية كما يلي:

١. **الأسس غير التعاقدية للمسؤولية:** تقع الالتزامات المفروضة بموجب المادة ١٣٥ ضمن نطاق "الالتزامات غير التعاقدية"، استناداً إلى الفقرة التمهيدية ٣٢ من لائحة وكالات التصنيف، التي تتيح للمستثمرين والمصدرين تحويل الوكالات المسئولية عن الأضرار الناجمة عن التصنفيات غير الدقيقة<sup>٣٥</sup>.

٢. القانون المكمل لنظام المسؤولية وفقاً للمادة ٣٥/أ ٤: يتم تحديد القانون الوطني المكمل لنظام المسؤولية في الاتحاد الأوروبي طبقاً لقانون الضرر أو الجنة وفقاً للمادة ٧(٢) من لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢ كما تخضع الالتزامات غير التعاقدية للتوصيف وفقاً للمادة ١١(١) من لائحة روما الثانية (Rome II) التي تحدد القانون المطبق على أساس مكان وقوع الضرر (lex loci damni)، ما لم يتم تقييدها بعض الحالات الخاصة كما هو مذكور في المادتين ٤(٢) و٤(٣) من لائحة روما الثانية<sup>٣٦</sup>.

٣. العقود التي تولد "آثاراً وقائية" تجاه الأطراف الثالثة: عند تقييم المسؤولية في الاتحاد الأوروبي، يُنظر إلى العقود التي قد تُتَّسِّج آثاراً وقائية تجاه أطراف ثالثة (مثل المستثمرين)، إذ يمكن تحميل الوكالات مسؤولية الضرر دون وجود عقد مباشر بين المستثمر والوكالة<sup>٣٧</sup>.

٤. القانون الوطني كمرجع لسد الفجوات: يشمل القانون الوطني المكمل تقييم مدى مشروعية التزامات الوكالة فيما يتعلق بالمعايير المنصوص عليها في الملحق الثالث من لائحة وكالات التصنيف. ويشمل ذلك النظر في مدى الالتزام بالقواعد المهنية، وتقييم العقود أو الاتفاques المحلية التي يمكن أن تؤثر في توصيف الالتزام ونتائج الضرر المزعوم<sup>٣٨</sup>.

وعليه فالاختلافات الرئيسية بين الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة في توصيف مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني تتمثل في:

- **النطاق القانوني:** في الاتحاد الأوروبي، يتم تحديد القانون الواجب التطبيق بشكل صارم استناداً إلى اللوائح الأوروبية والمكان الذي وقع فيه الضرر، بينما تعتمد الولايات المتحدة على نظريات الضرر وقوانين السوق المالية أكثر من الاعتماد على قواعد تطبيق محددة.

- **حرية التعبير:** يتمتع النظام الأمريكي بحماية واسعة لوكالات التصنيف استناداً إلى حرية التعبير، مما يحد من مسؤوليتها إلا في حالات الاحتيال أو التلاعب المتمدد، على عكس الاتحاد الأوروبي الذي لا يتضمن حماية واسعة مماثلة لحرية التعبير في هذا السياق.

- **التنظيمات الفيدرالية:** يعتمد النظام الأوروبي على لائحة محددة (المادة ٣٥/أ)، بينما تستند الولايات المتحدة إلى مجموعة من القوانين الفيدرالية المتعلقة بالأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطبيق معايير مختلفة بحسب الاختصاص القضائي المحلي في كل ولاية.<sup>٣٩</sup>

وخلال هذه الدراسة يعتمد توصيف المسؤولية القانونية لوكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي على إطار تنظيمي صارم يعتمد على القوانين الوطنية المكملة للاتفاقيات الأوروبية، بينما تعتمد الولايات المتحدة على مبادئ عامة مثل نظريات الضرر وحماية حرية التعبير، مما يجعل تحويل الوكالات المسئولة أمراً أكثر تعقيداً وتباطئاً في التفسير.

### الفرع الثاني: تحديد القانون الواجب التطبيق

في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي، يختلف القانون الواجب التطبيق في نزاعات المسؤولية عن تصنيفات وكالات التصنيف الائتماني بناءً على عدة عوامل يمكن إيجازها بالآتي:



١. التشريعات والاتفاقيات ذات الصلة: في الولايات المتحدة: تختلف قواعد المسؤولية وفقاً للتشريعات الاتحادية والولائية. تعدّ "قانون الأوراق المالية" لعام ١٩٣٣ و"قانون الأوراق المالية والتبادل" لعام ١٩٣٤ أبرز القوانين التي تعامل مع دور وكالات التصنيف في الإشراف على الأسواق المالية. تضع هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) معايير خاصة تهدف إلى تنظيم عمل الوكالات وضمان الشفافية، وقد صدرت تعديلات تتعلق بالمسؤولية على شركات التصنيف مثل قانون دود-فرانك (Dodd-Frank Act) لعام ٢٠١٠ الذي يعزز الشفافية والمسؤولية على الوكالات. لما في الاتحاد الأوروبي: يعتمد الاتحاد الأوروبي على لائحة روما الثانية ٢٠٠٧ ب شأن القوانين واجبة التطبيق على الالتزامات غير التعاقدية. يلزم هذا النظام بتطبيق قانون البلد الذي وقع فيهضرر في النزاعات المتعلقة بالمسؤولية المدنية، ما لم يتم التوافق بين الأطراف على قانون محدد. لائحة روما الثانية تعزز الحماية للمستثمرين ويوضع مسؤولية كبيرة على شركات التصنيف الائتماني لضمان نزاهة التصنيفات وعدم تضليل المستثمرين. كما أن الاتحاد الأوروبي أقر تشريعات تهدف إلى ضبط عمل وكالات التصنيف بعد الأزمة المالية العالمية، مثل اللائحة الأوروبية رقم ٢٠٠٩/١٠٦٠، التي تنظم التصنيف الائتماني وتحدد الالتزامات والمعايير التي يجب على هذه الوكالات اتباعها.<sup>٤١</sup>

٢. أهداف السياسات القانونية: يهدف الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف القانونية المتعلقة بالمسؤولية المدنية في التصنيفات الائتمانية، من أهمها:

- **حماية المستثمرين:** يعد حماية حقوق المستثمرين هدفاً رئيسياً في كلا النظامين، إذ تسعى التشريعات إلى تحويل وكالات التصنيف مسؤولية أي معلومات مضللة قد تؤدي إلى خسائر للمستثمرين. ففي الاتحاد الأوروبي، يتم التركيز على إلزام الوكالات بضمان دقة وشفافية التصنيفات، بينما في الولايات المتحدة يتم ذلك من خلال قوانين تتطلب الإفصاح وتفرض عقوبات صارمة في حالات التلاعب.

- **استقرار الأسواق المالية:** تعد استقرار الأسواق أحد الأهداف المحورية، إذ أن التصنيفات الائتمانية تؤثر بشكل كبير على قرارات الاستثمار والثقة في السوق. تهدف اللوائح إلى ضمان أن تكون التصنيفات معبرة بشكل موضوعي عن قدرة الجهات المصنفة على الوفاء بالتزاماتها، بما يضمن استقرار الأسواق المالية والحد من تأثير التصنيفات غير الدقيقة.<sup>٤٢</sup>

٣. التطبيقات العملية للقانون: في الاتحاد الأوروبي: بموجب لائحة روما الثانية، يتم تطبيق قانون البلد الذي وقع فيهضرر ما لم يتم الاتفاق على خلاف ذلك، إذ تهدف هذه القواعد إلى تحقيق التوازن بين حقوق الأطراف المختلفة وحماية المستثمرين المتأثرين. فعلى سبيل المثال، إذا صدر تصنيف من وكالة أوروبية وتسبب في ضرر لمستثمر في دولة أوروبية أخرى، فإن لائحة روما الثانية توفر قاعدة واضحة لتحديد القانون الواجب التطبيق. كذلك، تُعزز التشريعات الأخرى، مثل لائحة رقم ٢٠٠٩/١٠٦٠، من التزامات الوكالات بالشفافية والمصداقية، ما يوفر حماية أكبر للمستثمرين.<sup>٤٣</sup>

في الولايات المتحدة: تطبق الولايات المتحدة مجموعة من القوانين الفيدرالية والمحلية، إذ يتم تفعيل قانون الأوراق المالية إذا كانت النزاعات تتعلق بالتصنيفات الائتمانية على الأوراق المالية المسجلة.

يتطلب قانون دود-فرانك من الوكالات اعتماد قواعد للمساءلة، مثل إجبارها على الإفصاح عن التقييمات المستندة إلى النماذج المالية الخاصة بها. ومع ذلك، قد تواجه المحاكم صعوبات في تحديد القانون الواجب التطبيق عندما تشمل النزاعات أطرافاً دولية<sup>٤</sup>.

**٤. السوابق القضائية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي:** تشمل السوابق القضائية أمثلة بارزة توضح الفروق بين النهج الأمريكي والأوروبي في معالجة المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية.

في الولايات المتحدة: تميزت قضايا مثل *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley*<sup>٥</sup> بإبراز الدور الحساس للوكالات في السوق المالية. وفي هذه القضية، تم الحكم بأن الوكالات قد تتحمل المسؤولية إذا ثبت عدم دقتها أو إهمالها في تقديم التصنيف. وفي قضية أخرى، *California Public Employees' Retirement System v. Moody's*<sup>٦</sup>، تم النظر في دور وكالات التصنيف كأطراف مؤثرة على قرارات الاستثمار، وأكّد الحكم على التزام الوكالات بالدقة في التصنيفات. أما في الاتحاد الأوروبي فقد أصدرت محكمة العدل الأوروبية عدة أحكام تعزز من دور الاتحاد الأوروبي في تنظيم التصنيفات الائتمانية. من أبرز القضايا كانت قضية *Endemol Finance v. DBRS*<sup>٧</sup>، إذ أكدت المحكمة على مسؤولية الوكالات الائتمانية وأهمية ضمان الدقة والشفافية في التصنيفات، وهو ما يعكس تطبيقاً صارماً للأنظمة الأوروبية.

**٥. المقاربات الفقهية المقترحة:** تشير العديد من الدراسات الأكademie إلى ضرورة التنسيق بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي للوصول إلى قاعدة موحدة بشأن المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية، نظراً للطبيعة العالمية للأسوق المالية.<sup>٨</sup> ومن المقترحات:

- **توحيد المعايير:** يقترح بعض الأكاديميين أن يتم تطوير معايير موحدة لضمان توافق التشريعات في مختلف الولايات القضائية.
- **الإشراف العابر للحدود:** يقترح آخرون تشكيل هيئات رقابية دولية لضمان التنسيق بين الولايات المتحدة وأوروبا بشأن المسؤولية عن التصنيفات.
- **الالتزام بالإفصاح الكامل:** يرى بعض الباحثين أن مطالبة الوكالات بالإفصاح الكامل عن أساليب التقييم والنماذج المالية من شأنه تحسين ثقة المستثمرين وضمان الشفافية.

#### **المطلب الثاني: تنازع الاختصاص القضائي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية**

تشكل وكالات التصنيف الائتماني جزءاً مهماً من النظام المالي العالمي، إذ تقوم بتقييم المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المختلفة. ومع ذلك، تزايد النزاعات القانونية المتعلقة بمسؤوليات وكالات التصنيف الائتماني بسبب التقلبات في الأسواق المالية وأثرها على المستثمرين. تتطلب مثل هذه النزاعات فحصاً دقيقاً للاختصاص القضائي، إذ يختلف ذلك بشكل كبير بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. فيما يتعلق بتحديد الاختصاص القضائي الدولي في القضايا المرفوعة ضد وكالات التصنيف فيمحاكم الدول الأعضاء، ينبغي التمييز بين الوكالات التي تم تأسيسها داخل الولايات المتحدة أو الاتحاد الأوروبي وتلك



التي خارجها.<sup>٤٩</sup> نظراً لأن قواعد الاختصاص المنصوص عليها في الفصل الثاني من لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢ تطبق فقط إذا كان المدعى عليه مقيماً في إحدى الدول الأعضاء، فإن الدعاوى المرفوعة ضد وكالات التصنيف المعتمدة لا تقع ضمن نطاق اللائحة لأن هذه الوكالات ليس لها "مقر قانوني" أو "مكان عمل رئيسي" أو "إدارة مركزية" في أي دولة عضو. وفقاً لذلك، تطبق القوانين المحلية المتعلقة بالاختصاص القضائي الدولي للدولة المضيفة.<sup>٥٠</sup>

### الفرع الأول: إجراءات النزاعات ضد وكالات التصنيف الائتماني داخل الولايات المتحدة

في الولايات المتحدة، تخضع وكالات التصنيف الائتماني لقوانين ولاية نيويورك، إذ يتم وضع الشروط العامة للاختصاص القضائي. وفقاً لقانون ولاية نيويork، يتمتع المدعى عليهم بحماية قانونية كبيرة، مما يجعل من الصعب على المدعين إثبات أن هناك أساساً للاختصاص. في حالة النزاعات التي تتعلق بعقود أو اتفاقيات تصنيف، يتمتع الأطراف بالقدرة على تحديد المحكمة المختصة من خلال شرط اختيار المحكمة. عندما يتم رفع دعوى ضد وكالات التصنيف الأمريكية، يتمتع المدعى عليهم بحقوق قانونية قوية تتعلق بالاختصاص، يطلب من المدعين إثبات وجود صلة مباشرة بين وكالات التصنيف والمكان الذي ينشأ فيه الضرر،<sup>٥١</sup> فهي قضية Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver<sup>٥٢</sup> تم التأكيد على ضرورة وجود رابط ملموس بين نشاط وكالة التصنيف والضرر الذي تعرض له المدعى، وهي من الدعاوى القضائية البارزة في فيما يتعلق بمسؤولية الأطراف الثانوية عن الاحتيال في الأوراق المالية. في هذه القضية، قررت المحكمة العليا الأمريكية في عام ١٩٩٤ أن البنك المركزي لنفتر لا يمكن أن يتحمل المسؤولية المدنية بموجب قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام ١٩٣٤ لدوره كطرف غير مباشر أو ثانوي في عملية احتيال على الأوراق المالية، إذ كان بنك دنفر المركزي يعمل كمراقب للأوراق المالية المتعلقة بالسندات التي أصدرتها منطقة تطوير عقاري. عندما أصبحت المنطقة غير قادرة على سداد سنداتها، رفعت شركة First Interstate Bank of Denver دعوى ضد بنك دنفر المركزي، مدعيةً أن البنك تورط بشكل غير مباشر في الاحتيال من خلال تقديم تقارير غير دقيقة حول قيمة الأراضي التي ضمنت السندات.<sup>٥٣</sup> السؤال المركزي في هذه القضية هو ما إذا كان يمكن تحمل الأطراف الثانوية (أي الأطراف غير الرئيسية) المسؤولية عن الاحتيال في الأوراق المالية بموجب المادة (b) من قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ والقاعدة ١٠ b-5١٠ الصادرة بموجبه. وقضت المحكمة العليا، بأغلبية خمسة قضاة مقابل أربعة، بأن الأطراف الثانوية (مثل بنك دنفر المركزي في هذه الحالة) لا يمكن تحملها المسؤولية المدنية بموجب المادة ١٠ (b) وقاعدة ١٠ b-5١٠، لأن النص القانوني لم ينص بشكل واضح على تحمل المسؤولية للأطراف التي لا تكون مشاركة بشكل مباشر في الخداع أو الاحتيال. حددت هذه القضية نطاق المسؤولية في قضايا الاحتيال في الأوراق المالية، إذ أوضحت أن المادة ١٠ (b) وقاعدة ١٠ b-5١٠ لا تشمل الأطراف الثانوية. وبهذا، قدمت المحكمة توجيهها مهماً للحد من المسؤولية المدنية، وحصرت إمكانية رفع الدعاوى المدنية ضد الأطراف الرئيسية أو المباشرة فقط، مما كان له أثر كبير على كيفية محاسبة المؤسسات المالية والبنوك عن أفعالها أو تقصيراتها عند الإشراف على الأوراق المالية.<sup>٥٤</sup>

اما في حالة رفع دعوى ضد وكالات التصنيف الأجنبية، يجب على المدعين إثبات الاختصاص بناءً على القوانين المحلية. على سبيل المثال، إذا كان المدعي يعاني من خسائر بسبب تصنيف ائتماني، يجب أن يثبت أن وكالة التصنيف الأجنبية لديها نشاط تجاري أو مماثل في الولايات المتحدة، مما يمنح المحكمة الأمريكية السلطة للنظر في القضية،<sup>٥٠</sup> ففي قضية "In re Lehman Brothers Securities and ERISA Litigation"<sup>٥١</sup> تم التطرق إلى مسؤولية وكالات التصنيف الأجنبية وكيف يمكن للمحاكم الأمريكية أن تتعامل مع الدعاوى المقدمة ضدها. هذه القضية تتعلق بمسؤولية مؤسسة "Lehman Brothers" ودور الأطراف المرتبطة بها في الانهيار المالي الذي حصل للشركة عام ٢٠٠٨. تُعد هذه الدعوى إحدى الدعاوى البارزة التي جاءت عقب الأزمة المالية العالمية وركّزت على ممارسات الاحتيال والمعلومات المضللة المقدمة من "Lehman Brothers" بشأن أوضاعها المالية للمستثمرين. إذ رفع المستثمرون عدة دعاوى جماعية ضد "Lehman Brothers" ومديريها التنفيذيين، إلى جانب الأطراف التي كانت تقدم الاستشارات المالية، واتهموهم بتضليل المستثمرين عن المركز المالي للشركة، وتضمنت الادعاءات أن الشركة قدّمت بيانات مالية غير دقيقة، وأنها أخفت معلومات هامة عن المخاطر المالية الكبيرة التي كانت تواجهها، مما أدى إلى تضخم قيمة أسهمها قبل الانهيار. وقد ارتكزت القضية على ما إذا كانت "Lehman Brothers" والأطراف الأخرى قد انتهكوا قانون الأوراق المالية الأمريكي من خلال تقديم معلومات مغلوطة للمستثمرين عن الوضع المالي للشركة، وبالتالي تورطوا في احتيال بالأوراق المالية. وتوصلت المحكمة إلى توسيع بين الأطراف، إذ وافق المدعي عليهم على دفع تعويضات كبيرة للمستثمرين المتضررين دون اعتراف بالذنب أو المسؤولية. وشملت التسوية أيضاً شركات المحاسبة والمؤسسات المالية التي كانت مرتبطة بالتحليلات المالية للشركة.<sup>٥٢</sup>

هذه القضية تقدم مثالاً حول كيفية معالجة المحاكم الأمريكية لنزاعات المسؤولية المرتبطة بالمعلومات المالية والتصنيفات الائتمانية المضللة. يمكن الاستفادة من هذه القضية كنموذج مشابه لتحديد المحكمة المختصة في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية، إذ يبرز دور الاختصاص القضائي لتقدير المسؤولية في سياق تقارير أو تصنيفات ائتمانية قد تكون مضللة، مثل تقارير وكالات التصنيف الائتماني. في سياق الولايات المتحدة، تعد المحاكم الفيدرالية غالباً المختصة بمثل هذه النزاعات، خاصة عندما تتضمن دعاوى جماعية وتستند إلى انتهاكات قانون الأوراق المالية. تعزز قضية ليهمان برادرز أيضاً فكرة المسؤولية المشتركة بين الأطراف التي تصدر التصنيفات والأطراف الأخرى، مما يؤكد أهمية المحكمة المختصة لتقدير العلاقات المعقدة بين المتهمين وتوزيع المسؤولية بشكل منصف.

## الفرع الثاني: إجراءات النزاعات ضد وكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي

يتطلب تحديد الاختصاص القضائي في الاتحاد الأوروبي تمييزاً واضحاً بين وكالات التصنيف التي تم تأسيسها داخل الاتحاد وتلك التي توجد خارج الاتحاد. تطبق قواعد الاختصاص بموجب لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢، التي تُعنى بالاختصاص القضائي الدولي في القضايا المدنية والتجارية. فعندما ترفع دعاوى ضد وكالات التصنيف الائتماني التي تم تأسيسها داخل الاتحاد الأوروبي، يمكن للمحاكم المحلية أن تعدد



مختصة بناءً على موقع الوكالة أو الاتفاقات التعاقدية. تنص لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢ على أن المدعى يمكنه رفع دعواه في الدولة التي يقيم فيها المدعى عليه أو الدولة التي وقع فيها الضرر. وإذا كانت هناك عقود قائمة بين الوكالات وعملائها، يمكن للطرفين الاتفاق على اختيار المحكمة المختصة. إذا لم يكن هناك اتفاق، فإن القاعدة العامة هي أن المحكمة في بلد وكالة التصنيف تكون مختصة<sup>٥٨</sup>.

في حالة رفع دعوى من قبل الأطراف الثالثة، مثل المستثمرين، يصبح الاختصاص أكثر تعقيداً. وفقاً لقوانين محكمة العدل الأوروبية، لا يمكن لوكالات التصنيف إزاحة الاختصاص القضائي لدولة عضو من خلال شرط اختيار المحكمة دون موافقة الطرف الثالث. على الرغم من ذلك، يمكن للمستثمرين اللجوء إلى قواعد المادة ٢(٢) لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢ للمطالبة بالتعويض في دولة عضو غير دولة الوكالة.<sup>٥٩</sup> أما فيما يتعلق بالوكالات التي تم تأسيسها خارج الاتحاد الأوروبي، تواجه النزاعات تحديات إضافية. إذا كانت الوكالة غير مسجلة في دولة عضو، قد يعذر من الصعب أو المستحيل على المستثمرين إقامة دعوى. في حالات نادرة، قد تقبل المحاكم الوطنية أن تكون هناك روابط قوية تبرر اختصاصها، مثل وجود ممتلكات في دولة المنتدى. في هذا السياق، يمكن الإشارة إلى قضية "Owens-Illinois, Inc. v. Doran" التي تناولت موضوع الاختصاص عندما كانت المدعى عليه شركة غير أوروبية.<sup>٦٠</sup>.

#### الخاتمة

ختاماً، توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات وتوصيات أساسية تتعلق بالإطار القانوني الدولي الخاص بمسؤولية الوكالات الائتمانية وتطبيقه على النزاعات عبر الحدود، وقد تم تلخيصها على النحو التالي:

#### أولاً: الاستنتاجات

١. تبين أن نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية تبقى موضوعاً معيناً نظراً لاختلاف التشريعات بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي، ولتعدد التحديات الناتجة عن الطبيعة العالمية لهذه الوكالات. وعلى الرغم من التطورات التشريعية والتنظيمية في كل من النظمتين، لا تزال هناك حاجة إلى المزيد من التعاون الدولي للتغلب على التحديات المتعلقة بتحديد القانون الواجب التطبيق وضمان حماية المستثمرين عبر الحدود.

٢. يتضح أن النظمتين القانونيين في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي يتعاملان مع النزاعات ضد وكالات التصنيف بطريقة مختلفة. في الولايات المتحدة، تتمتع وكالات التصنيف بحماية قانونية قوية، مما يجعل إقامة الدعاوى ضدها صعبة. بينما في الاتحاد الأوروبي، يمكن للمستثمرين الحصول على بعض الحقوق بموجب لائحة بروكسيل لعام ٢٠١٢، لكن القيود تظل موجودة عندما يتعلق الأمر بالوكالات الخارجية.

٣. يعتبر تحديد الاختصاص القضائي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية عملية معقدة تتطلب فحصاً دقيقاً للحقائق والقوانين المحلية. سواء كان الأمر يتعلق بوكالات التصنيف داخل الولايات المتحدة أو الاتحاد الأوروبي، يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بالقوانين ذات الصلة والاختصاصات القضائية الممكنة قبل اتخاذ أي إجراء قانوني. ففهم هذه العمليات القانونية يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات مستنيرة حول كيفية المضي قدماً في مواجهة النزاعات المحتملة.

٤. تطبيق قانون مقر المصدر بمثابة حلاً أكثر استقراراً للتعامل مع النزاعات المتعلقة بالتصنيفات الائتمانية، ويحقق علاقة أقرب بين القانون الواجب تطبيقه والأطراف المعنية.
٥. توسيع نطاق المسؤولية المدنية المنصوص عليها في المادة ٣٥ من تنظيم الوكالات الائتمانية بحيث شمل كافة الوكالات التي تؤثر تصنيفاتها على السوق الأوروبية، بما في ذلك الوكالات من الدول خارج الاتحاد الأوروبي.
٦. يُعد ربط المسؤولية القانونية بقانون الدولة التي يتأثر فيها السوق المالي أكثر ملاءمة، مما يوفر حماية متوازنة للمستثمرين في السوق المالية المعنية.
٧. الحد من استقلالية الأطراف في اختيار القانون الواجب تطبيقه على النزاعات المالية اتجاه محمود في الولايات المتحدة، نظراً لطبيعة القواعد الإلزامية في حماية المستثمرين واستقرار الأسواق المالية.
٨. التوسيع في الآليات التي تسمح بالدعوى الجماعية لضمان وصول المستثمرين المتضررين إلى العدالة بكفاءة وبتكليف معقول.

## ثانياً: التوصيات

١. توسيع نطاق المسؤولية للمادة ٣٥ من تنظيم الوكالات الائتمانية ليشمل الوكالات المسجلة خارج الاتحاد الأوروبي ولكنها تعمل وتصدر تصنيفات تؤثر في الأسواق الأوروبية.
٢. في إطار تنازع الاختصاص التشريعي يستحسن تبني قاعدة قانونية تربط الأضرار المالية بقانون السوق المالي المتأثر، مما يعزز من وضوح القانون الواجب تطبيقه باعتباره القانون الأقرب صلة.
٣. ينبغي مراجعة استقلالية الأطراف لتحديد القانون والمحكمة في الدعاوى المالية، بما يتماشى مع القوانين الإلزامية لحماية المستثمرين بالنسبة للوكالات الائتمانية ليشمل الوكالات المسجلة داخل أو خارج الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي وبما يعزز دور الارادة ويحقق حماية أكبر للمستثمرين ويشمل نطاقاً أوسع من وكالات التصنيف.
٤. تعزيز الوصول إلى العدالة من خلال اعتماد آليات تسهل وصول المستثمرين للعدالة، مثل إدراج تنظيم الوكالات الائتمانية ضمن التوجيهات التي تسمح بالدعوى الجماعية.
٥. تحسين الشريعات الوطنية من خلال تبني إجراءات محلية لضمان تنفيذ أكثر فعالية لحماية المستثمرين وتعزيز استقرار الأسواق، وهذا يستلزم تبني استراتيجية متكاملة تهدف إلى إصلاح الإطار القانوني للتعامل مع الأضرار المالية الناتجة عن التصنيفات الائتمانية.



(<sup>1</sup>) F Partnay, "How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers", University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46 May 2016, 59–60.

(<sup>2</sup>) S. Rept. 109-326 - CREDIT RATING AGENCY REFORM ACT OF 2006,  
<https://www.congress.gov/congressional-report/109th-congress/senate-report/326/1>

(<sup>3</sup>) H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,  
<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>

(<sup>4</sup>) S Schwartz, "Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox" (2002) 14 University of Illinois Law Review 1, p 9.

(<sup>5</sup>) وكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة تلزم بموجب قانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لعام ٢٠٠٦ بالتسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) ك وكالات تصنيف معترف بها إحصائياً على المستوى الوطني Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)، وهو اختصار لـ". الشروط والضوابط الخاصة بتسجيل الوكالات ك NRSRO لتصبح وكالة تصنيف معترف بها إحصائياً على المستوى الوطني، يجب عليها تقديم طلب تسجيل لدى SEC وإثبات أنها تستوفي شروطاً صارمة، منها: توثيق المنهجيات التي تستخدمها لتقدير وتصنيف الأوراق المالية. وإجراءات لضمان النزاهة والشفافية في عملية التصنيف. وكذلك إفصاح عن المعلومات المالية وعن تضارب المصالح المحتمل. أما أهمية تصنيف وكالة ك NRSRO له أهمية كبرى، حيث: يعزز ثقة المستثمرين في تصنيفاتها ويسمح باستخدام تصنيفاتها في تقدير رأس المال التنظيمي للمؤسسات المالية، ويفتح لها سوقاً أكبر من العملاء، بما في ذلك الجهات الحكومية والبنوك الكبرى، التي تعتمد بشكل كبير على تصنيفات NRSRO في عملياتها المالية.

(<sup>6</sup>) Coffee, John C. Jr., Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance, 2nd ed., Oxford University Press, USA, 2020, p. 155.

(<sup>7</sup>) Schwarcz, Steven L., "Regulating Complexity in Financial Markets", 1st ed., Yale Law Journal, New Haven, 2009, pp. 2305.

(<sup>8</sup>) RH Kraakman, "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy" (2017) 2 Journal of Law, Economics & Organization 59.

(<sup>9</sup>) Coffee, John C. Jr., op.cit, p 156.

(<sup>10</sup>) Partnay, Frank, Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets, 2nd ed., Times Books, USA, 2014, p. 112& Sy, Amadou N.R., "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", 1st ed., International Monetary Fund Working Paper, USA, 2019, p. 50& C Bush, "Dealing with the Conflicts of Interest of Credit Rating Agencies: A Balanced Cure for the Disease" (2022) 17 Capital Markets Law Journal 334, 336.

(<sup>11</sup>) Flannery, Mark J., Houston, Joel F., Partnay, Frank, "Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings", 1st ed., University of Chicago Press, USA, 2019, p 47.



- (<sup>12</sup>) Sinclair, Timothy J., *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, 1st ed., Cornell University Press, USA, 2015, p 98.
- (<sup>13</sup>) RH Kraakman, op.cit, 60.
- (<sup>14</sup>) Tanega, Joseph, *Financial Law and the Role of Credit Ratings*, 1st ed., Oxford University Press, UK, 2013, p 52.
- (<sup>15</sup>) S Schwartz, op.cit, p 10.
- (<sup>16</sup>) RH Kraakman, op.cit, 62.
- (<sup>17</sup>) K Dennis, "The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis" (2019) 63 University of Miami Law Review, p 1129.
- (<sup>18</sup>) سعيد مبارك الزهراني، التنظيم القانوني لوكالات التصنيف الائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، ٢٠١٧، ص. ١٣٠.
- (<sup>19</sup>) Manns, Jeffrey, "Rating Liability in the Financial Market", 1st ed., North Carolina Law Review, USA, 2011, p 101.
- (<sup>20</sup>) Elias, Jonathan, "Credit Ratings as Legal Indicators in Financial Law", 1st ed., Berkeley Journal of International Law, USA, 2013, p 344.
- (<sup>21</sup>) S Schwartz, op.cit, p 15.
- (<sup>22</sup>) أحمد عبد الرحمن العبد، المسئولية المدنية لوكالات التصنيف في الفقه والقضاء، الطبعة الثانية، مركز الدراسات القانونية، لبنان، ٢٠١٤، ص. ١٠٤.
- (<sup>23</sup>) Coffee, John C. Jr., op.cit, p 163.
- (<sup>24</sup>) ليلى سالم، المسئولية عن التصنيف الائتماني، الطبعة الثالثة، دار الجامعة الجديدة، الأردن، ٢٠٢٠، ص. ٨٣.
- (<sup>25</sup>) Novak, Daniel, "Assessing the Credit Rating Industry's Role in Market Stability", 1st ed., Georgetown Law Review, USA, 2015, p 29.
- (<sup>26</sup>) Sinclair, Timothy J., op.cit, p 82.
- (<sup>27</sup>) سعاد فوزي ناصر، التصنيف الائتماني والمسؤولية القانونية في الأسواق الناشئة، الطبعة الثانية، دار الكتب الوطنية، الإمارات، ٢٠١٩، ص. ٦٨.
- (<sup>28</sup>) Sinclair, Timothy J., op.cit, p 83.
- (<sup>29</sup>) S Schwartz, op.cit, p 19.
- (<sup>30</sup>) علي زيدان، المسئولية المدنية عن الأضرار الناجمة عن التصنيف الائتماني، الطبعة الأولى، دار الكتب القانونية، الإمارات، ٢٠١٥، ص. ٨٩.
- (<sup>31</sup>) حسين أحمد عبدالله، الإطار القانوني للتصنيف الائتماني ودوره في حماية المستثمرين، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، مصر، ٢٠١٧، ص. ١١٠.
- (<sup>32</sup>) عبد الرحمن أحمد صالح، التصنيف الائتماني ودوره في إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الأنجلو المصرية، مصر، ٢٠١٨، ص. ٦٨.



(٣٣) حسين أحمد عبدالله، المصدر السابق، ص ١١١.

(٣٤) Cantor, Richard, Packer, Frank, "The Credit Rating Industry", 1st ed., Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, USA, 2009, pp. 21-36.

(٣٥) فهد السعيد، القانون الدولي الخاص: نظرية وتطبيق، دار النهضة العربية، السعودية، ٢٠٢٠، ص ٢٦٢.

(٣٦) يوسف المسماري، قضايا في القانون الدولي الخاص، دار النهضة العربية، الكويت، ٢٠١٧، ص. ١٢٧.

(٣٧) Skreta, Vasiliki, Veldkamp, Laura, "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation", 1st ed., Journal of Monetary Economics, USA, 2009, p 425.

(٣٨) Ibid, p 426.

(٣٩) يوسف المسماري، المصدر السابق، ص. ١٢٨.

(٤٠) فهد السعيد، المصدر السابق، ص ٢٦٤.

(٤١) محمد الطيب الجبالي، تنازع القوانين في القانون الدولي الخاص، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، تونس، ٢٠١٧، ص. ٩٢.

(٤٢) عبد الرزاق المرزوقي، القانون الدولي الخاص: تنازع القوانين والاختصاص القضائي، الطبعة الأولى، دار الفكر المغاربي، الجزائر، ٢٠١٩، ص. ١٩٠.

(٤٣) RH Kraakman, op.cit, 73.

(٤٤) S Schwartz, op.cit, p 38.

(٤٥) Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Inc., United States District Court for the Southern District of New York, 888 F. Supp. 2d 431 (2012)

(٤٦) California Public Employees' Retirement System v. Moody's Corp., California Court of Appeal, 226 Cal. App. 4th 643 (2014)

(٤٧) Endemol Finance v. DBRS Ltd., High Court of Justice (Commercial Court), [2015] EWHC 230 (Comm)

(٤٨) Robert C. Berring, International Law and Private International Law: A Global Perspective, 1st Edition, Wolters Kluwer, United States, 2014, p. 102& Adrian Briggs, Conflict of Laws, 3rd Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2018, p. 67& Sinclair, Timothy J., op.cit, p 101.

(٤٩) ليلى عبد الرحمن بن زايد، النظام القانوني لتنازع الاختصاص القضائي، الطبعة الأولى، دار الثقافة المغاربية، الجزائر، ٢٠١٨، ص. ١٢٣.

(٥٠) Timothy J., op.cit, p 101.

(٥١) RH Kraakman, op.cit, 73.

(٥٢) Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., Supreme Court of the United States, 511 U.S. 164 (1994)

(٥٣) o S Schwartz, op.cit, p 152.p

(٥٤) RH Kraakman, op.cit, 106.

(<sup>55</sup>) Tanega, Joseph, op.cit, p 87.

(<sup>56</sup>) In re Lehman Brothers Securities and ERISA Litigation, United States District Court for the Southern District of New York, 903 F. Supp. 2d 152 (2012)

(<sup>57</sup>) Coffee, John C. Jr., op.cit, p 183.

(<sup>58</sup>) Amelia T. Grimes, Private International Law: Theory, Practice and Procedure, 1st Edition, Routledge, United Kingdom, 2020, p. 112

(<sup>59</sup>) Ibid, p 113.

(<sup>٦٠</sup>) في قضية "Owens-Illinois, Inc. v. Doran" ، تمحورت الدعوى حول مسؤولية شركة Owens-Illinois عن الأضرار التي لحقت بأحد العاملين نتيجة التعرض لمواد ضارة خلال فترة عمله، مما أدى إلى إصابته بمشاكل صحية خطيرة. القضية تسلط الضوء على مسؤولية الشركات تجاه الأضرار التي تلحق بالأفراد بسبب المنتجات أو المواد التي تقدمها، ومدى إمكانية إقامة دعاوى للمطالبة بالتعويض. إذ رفع المدعي دعوى ضد شركة Owens-Illinois، متهمًا إياها بعدم توفير الحماية الكافية أو التحذيرات المتعلقة بالمخاطر الصحية التي تسببها المواد المستخدمة في منتجاتها، وخاصة تلك التي تحتوي على الأسبستوس. ادعى المدعي أنه تعرض لهذه المواد أثناء العمل مما أدى إلى إصابته بأمراض خطيرة. وترتكز القضية على ما إذا كانت الشركة تحمل المسؤولية عن الأضرار الصحية الناجمة عن تعرض العاملين أو المستخدمين للمواد الضارة في منتجاتها، ومدى إلزامية توفير تحذيرات واضحة حول المخاطر. وقضت المحكمة بأن شركة Owens-Illinois تحمل جزءاً من المسؤولية عن الأضرار الناجمة عن التعرض للأسبستوس. اعتمدت المحكمة في قرارها على المبادئ القانونية المتعلقة بالمسؤولية تجاه الأضرار الناتجة عن المنتجات، وأهمية اتخاذ التدابير الازمة لحماية الأفراد المتعاملين مع هذه المنتجات. وتبرز قضية "Owens-Illinois, Inc. v. Doran" أهمية المحاكم المختصة في النظر في دعاوى المسؤولية، إذ أنها تتناول قضايا الضرر الناتج عن الإهمال في توفير المعلومات أو الحماية الازمة. يمكن الاستفادة من هذا المبدأ في سياق الاتحاد الأوروبي في نزاعات المسؤولية عن التصنيفات الائتمانية، خاصة عند رفع دعاوى ضد وكالات التصنيف التي قد تكون مسؤولة عن الأضرار المالية التي تصيب المستثمرين نتيجة التصنيفات الائتمانية الخاطئة أو المضللة. انظر

Owens-Illinois, Inc. v. Doran, Maryland Court of Special Appeals, 46 Md. App. 622, 421 A.2d 1003 (1980)

## المصادر

### أولاً: المصادر باللغة العربية

#### الكتب

- ١) أحمد عبد الرحمن العبد، المسؤلية المدنية لوكالات التصنيف في الفقه والقضاء، الطبعة الثانية، مركز الدراسات القانونية، لبنان، ٢٠١٤.
- ٢) حسين أحمد عبدالله، الإطار القانوني للتصنيف الائتماني ودوره في حماية المستثمرين، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، مصر، ٢٠١٧.
- ٣) سعاد فوزي ناصر، التصنيف الائتماني والمسؤولية القانونية في الأسواق الناشئة، الطبعة الثانية، دار



- . الكتب الوطنية، الإمارات، ٢٠١٩.
- ٤) سعيد مبارك الزهراني، التنظيم القانوني لوكالات التصنيف الائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، ٢٠١٧.
- ٥) عبد الرحمن أحمد صالح، التصنيف الائتماني ودوره في إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الأنجلو المصرية، مصر، ٢٠١٨.
- ٦) عبد الرزاق المرزوقي، القانون الدولي الخاص: تنازع القوانين والاختصاص القضائي، الطبعة الأولى، دار الفكر المغاربي، الجزائر، ٢٠١٩.
- ٧) علي زيدان، المسئولية المدنية عن الأضرار الناجمة عن التصنيف الائتماني، الطبعة الأولى، دار الكتب القانونية، الإمارات، ٢٠١٥.
- ٨) ليلى سالم، المسئولية عن التصنيف الائتماني، الطبعة الثالثة، دار الجامعة الجديدة، الأردن، ٢٠٢٠.
- ٩) ليلى عبد الرحمن بن زايد، النظام القانوني لتنازع الاختصاص القضائي، الطبعة الأولى، دار الثقافة المغاربية، الجزائر، ٢٠١٨.
- ١٠) محمد الطيب الجبالي، تنازع القوانين في القانون الدولي الخاص، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، تونس، ٢٠١٧.

## ثانياً : English Resources

### Laws and Regulations

- 1) H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>
- 2) S. Rept. 109-326 - CREDIT RATING AGENCY REFORM ACT OF 2006, <https://www.congress.gov/congressional-report/109th-congress/senate-report/326/1>

### Cases

- 1) Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Inc., United States District Court for the Southern District of New York, 888 F. Supp. 2d 431 (2012).
- 2) California Public Employees' Retirement System v. Moody's Corp., California Court of Appeal, 226 Cal. App. 4th 643 (2014).
- 3) Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., Supreme Court of the United States, 511 U.S. 164 (1994)
- 4) Endemol Finance v. DBRS Ltd., High Court of Justice (Commercial Court), [2015] EWHC 230 (Comm)
- 5) In re Lehman Brothers Securities and ERISA Litigation, United States District Court for the Southern District of New York, 903 F. Supp. 2d 152 (2012).
- 6) Owens-Illinois, Inc. v. Doran, Maryland Court of Special Appeals, 46 Md. App. 622, 421 A.2d 1003 (1980)

### Books and articles

- 1) F Partnoy, "How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers", University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research



- Paper Series, Research Paper No. 07-46 May 2016.
- 2) S Schwartz, "Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox" (2002) 14 University of Illinois Law Review 1.
  - 3) Coffee, John C. Jr., Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance, 2nd ed., Oxford University Press, USA, 2020.
  - 4) Schwarcz, Steven L., "Regulating Complexity in Financial Markets", 1st ed., Yale Law Journal, New Haven, 2009.
  - 5) RH Kraakman, "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy" (2017) 2 Journal of Law, Economics & Organization 59.
  - 6) Partnoy, Frank, Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets, 2nd ed., Times Books, USA, 2014.
  - 7) Sy, Amadou N.R., "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", 1st ed., International Monetary Fund Working Paper, USA, 2019.
  - 8) C Bush, "Dealing with the Conflicts of Interest of Credit Rating Agencies: A Balanced Cure for the Disease" (2022) 17 Capital Markets Law Journal 334.
  - 9) Flannery, Mark J., Houston, Joel F., Partnoy, Frank, "Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings", 1st ed., University of Chicago Press, USA, 2019.
  - 10) Sinclair, Timothy J., The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness, 1st ed., Cornell University Press, USA, 2015.
  - 11) Tanega, Joseph, Financial Law and the Role of Credit Ratings, 1st ed., Oxford University Press, UK, 2013.
  - 12) K Dennis, "The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis" (2019) 63 University of Miami Law Review.
  - 13) Manns, Jeffrey, "Rating Liability in the Financial Market", 1st ed., North Carolina Law Review, USA, 2011.
  - 14) Ellias, Jonathan, "Credit Ratings as Legal Indicators in Financial Law", 1st ed., Berkeley Journal of International Law, USA, 2013.
  - 15) Novak, Daniel, "Assessing the Credit Rating Industry's Role in Market Stability", 1st ed., Georgetown Law Review, USA, 2015.
  - 16) Cantor, Richard, Packer, Frank, "The Credit Rating Industry", 1st ed., Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, USA, 2009.
  - 17) Skreta, Vasiliki, Veldkamp, Laura, "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation", 1st ed., Journal of Monetary Economics, USA, 2009.
  - 18) Robert C. Berring, International Law and Private International Law: A Global Perspective, 1st Edition, Wolters Kluwer, United States, 2014.
  - 19) Adrian Briggs, Conflict of Laws, 3rd Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2018.
  - 20) Amelia T. Grimes, Private International Law: Theory, Practice and Procedure, 1st Edition, Routledge, United Kingdom, 2020.