

التقدم (أخيراً) نحو حلّ معضلة الأسهم المرهونة

كينيث. هانسن

من بين التحديات المستعصية على الحل في هيكله وإفقال إبرام مشروعات البنية الأساسية في الأسواق الناشئة، لعبة شد الحبل بين مقرضى المشروعات وهيئات تأمين الأسهم ضد المخاطر السياسية من أجل السيطرة على حصص المشروعات في حالة المصادرة. وقد جاهد بنك الولايات المتحدة للصادرات والواردات Ex-Im ومؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار OPIC، وهما وكالتان حكوميتان أمريكيتان من المساندين الرئيسيين للمشروعات الأمريكية النشطة في مشروعات البنية الأساسية في الأسواق الناشئة، في مواجهة هذا التحدي. وبعد سنوات من المفاوضات التي تناولت كل اتفاق على حدة، توصل كل من مؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار وبنك الصادرات والواردات إلى حل شامل، تمثل في "اتفاق للمطالبات المشتركة"، الموقع في ١٨ مارس (المشار إليها بلفظ "الاتفاقية").

ولقد شهد العقد الماضي نمواً مدوياً لمساهمة المشروعات الخاصة في تنمية وتشغيل البنية الأساسية في الأسواق الناشئة. ويسعى المستثمرون عادة إلى توفير استثماراتهم في صورة ديون كبيرة للمشروعات، يتم توفيرها على أساس الرجوع المحدود، وهو ما يوصف بـ"بتمويل المشروعات". ومن بين عناصر مجموعة الضمانات الإضافية لضمان دين المشروع نجد حق الحجز على أسهم حصة الاستثمار.

وكثيرا ما يسعى رعاة المشروعات، في الأسواق الصعبة التي تقام فيها هذه المشروعات، إلى تأمين استثماراتهم ضد المخاطر السياسية ويتعين على المستثمر المؤمن عليه، وفقا لشروط التغطية التأمينية لمؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار في حالات المصادرة أن يسلم هذه المؤسسة أسهمه غير المحملة برهن في الشركة المصادرة لكي يحصل على التعويض. وقد أصبح هذا الشرط التقليدي متعارضا بوضوح مع الأسلوب السائد حاليا، وهو ضمان ديون المشروعات برهن الأسهم. ومن ثم، فإنه إذا وقعت المصادرة، يجد رعاة المشروع أنفسهم لا يملكون إلا الأسهم المرهونة، وبذلك يعجزون عن التحصيل لصالح مؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما البحار.

وقد أدى هذا التطور بالهيئة المذكورة إلى أن تطلب من المقرضين - في حالة المصادرة - الموافقة على الإفراج عن رهوناتها على أسهم المشروعات حيث نرى:

- (١) أنها تحتاج إلى الأسهم غير المرهونة للحصول على تعويض كاف،
- (٢) أن تسعير مخاطرة قبول الأسهم المرهونة أمر غير عملي ولا يمكن تحقيقه.
- (٣) أن أية مشاركة في "حصيلة المطالبات" يجب أن تكون خاضعة لدليل أو برهان يقدمه المقرض بناء على دعوى صحيحة في ظل القانون الدولي ضد الحكومة التي قامت بالمصادرة. وهذا يمثل عقبة كؤود لا يعرف مداها نظرا لعدم إمكان التنبؤ سلفا بالظروف الفعلية لأية مصادرة بعينها.

ومن ناحية أخرى، يرى بنك الصادرات والواردات أن:

(١) المؤمن على الحصص ضد المخاطر السياسية يجب ألا يتوقع النيل من مجموعة من الضمانات الإضافية لديون المشروع من أجل تسهيل التأمين على حقوق المساهمين.

(٢) ليس فى الإمكان عمليا تسعير المخاطرة المرتبطة بوعد لفك الرهن أو الحجز على الأسهم المرهونة فى حالة المصادرة.

(٣) أما عن مدى عدم اليقين بالنسبة للوضع القانونى لمطالبات المديونية فى أعقاب المصادرة، فإن الشيء المهم هو التمتع بحق الحجز على الأسهم، و من ثم الإحلال محل حقوق المساهمين. فضلا عن ذلك، ونظرا لأن بنك الصادرات والواردات ما هو إلا واحد من بنوك مقرضة عديدة، فإن المشكلة لا تحل بمجرد التوصل إلى تفاهم بين هاتين الوكالتين. نظرا لأن الاتفاق مع بنك الصادرات والواردات لا يحجب المقرضين التجاريين أو الرسميين الآخرين.

الاتفاق:

تميزت المناقشات السابقة بين الوكالتين بجهود ومحاولات توضح مجموعة متنوعة من تصورات (سيناريوهات) المصادرة أو نزع الملكية، ومحاولة الاتفاق على وسيلة محددة للتعامل مع كل منها. تم أتفق الطرفان على التخلي عن هذا النهج، والاتفاق - بدلا منه - على مبدأ مؤداه أنه فى حالة وقوع أي مصادرة يجوز لكل وكالة أن تتعاون مع الأخرى لتحقيق الحد الأقصى من التعويض الكلى المشترك المستحق لهما من الحكومة التى قامت بالمصادرة. أما عن تفاصيل ما قد يقتضيه ذلك، فإن تقريره متروك لسياق عملية المصادرة الفعلية.

وينص الاتفاق أيضا على أن تقسم الوكالتان أية حصيد ناتجة عن التسوية، وذلك على أساس قسمة الغرماء وبالتناسب مع حصص كل منهما في المشروع المصادر ويعبر هذا عن اتفاقهما على أن المطالبة التي يتقدم بها كل مستثمر، عن كل من الدين، وحصصة الأسهم، يجب معاملتها معاملة متساوية من حيث سلامة كل منها، واستحقاقها تعويضا من الحكومة التي قامت بالمصادرة.

كما أن الاتفاق ينص كذلك على أسس التعاون بين الطرفين في الأحوال اللاحقة علي وقوع المصادرة ويشمل ذلك: وقف تنفيذ رهن الأسهم متي قامت مؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار بإخطار بنك الصادرات والواردات بحدوث مصادرة ما، والتنازل عن أي التزامات متعلقة باحتجاز الأسهم والتي قد تعوق التنازل عن الأسهم المؤمن عليها لمؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار لإنجاز المطالبة التأمينية وإتمامها، ومهلة مدتها سنتان يستطيع خلالها بنك الصادرات والواردات أن يختار قبول القرض الائتماني لوحدة أو كيان ما بعد المصادرة وينسحب من المطالبة المشتركة مع مؤسسة الاستثمارات الخاصة فيما وراء البحار رغم أنه لا يزال في وسعه - إذا ما اقتضت الحاجة - أن يفرج عن أسهمه المرهونة، وتوفير اعتمادات مالية لمخصصات النفقات. ومع ذلك، فإن الأثر الجوهري للاتفاقية يتمثل في التزام كل وكالة بمبدأ محاولة تحقيق أقصى ما يمكن من التعويض عن المصادرة، مع ترك تحديد الخطوات اللازمة لتحقيق ذلك الهدف للسياق الذي تقع فيه مصادرة لمشروع تسانده المؤسسة و البنك.

التحرك مستقبلا:

على الرغم من أن المؤسسة والبنك قد توصلا الآن إلى اتفاق، فإن معظم المشروعات الكبرى للبنية الأساسية يشارك فيها العديد من المستثمرين و جهات رسمية والضامنون ضد المخاطر السياسية، وحيثما يجلس أولئك المستثمرون و الضامنون-علاوة علي المؤسسة و البنك - إلى مائدة التفاوض، تكون مشكلة الأسهم المرهونة مشكلة واجبة الحل في كل حالة علي حدة مما يشكل سببا لضياع الوقت وزيادة المصاريف القانونية نظرا لأن معركة الأسهم المرهونة تتكرر في كل مرة.

ومن ثم، فإن السؤال الصريح والمهم الآن هو ما إذا كان المستثمرون أو الضامنون المؤمنون ضد المخاطر السياسية على استعداد للمضى قدما وفقا لهذا النموذج أو لغيره لحل صراع الأسهم المرهونة. وفي هذا الصدد كانت هناك ووجهة نظر سائدة بين من شاركوا في التفاوض بشأن الاتفاق وهي أن قيمة الاتفاق تتمثل في عنصر واحد هو أن الوكالتين جزء من نظام مالي واحد وأن المصلحة الوحيدة لدافع الضرائب الأمريكي هي الحصول علي أقصى ما يمكن من التعويض عن المصادرة. وعلى الرغم من توزيع الحصيلة فيما بين الوكالتين أمر لا أهمية له بالنسبة للميزانية الفيدرالية، فإنه إذا افترق الضامنون و المستثمرون إلي ضمان مشترك بينهما، فإن الافتراض القائم هو أن الصراع علي الأسهم المرهونة سيظل مستمرا بينهما.

ومع ذلك، فإن معظم المستثمرين و الضامين لا تسود بينهم مثل هذه الرابطة، ومن ثم، فإذا ثبت أن هذه الروابط أمر لا بد منه للوصول إلي حل شامل

وتقليدي لمشكلة الأسهم المرهونة، فإن احتمالات مثل هذا الحل الشامل في المستقبل تتراجع بشدة.

ومن ناحية أخرى، فإن مبدأ تحقيق الحد الأقصى للإجمالي - بدلا من السماح للحكومة المصادرة بأن تثير المطالبين ضد بعضهم البعض أثناء مفاوضات التسوية - مبدأ هام لصالح المستثمرين في أى مشروع - سواء كان لهم أو لم يكن لهم أية روابط غير تعاملات كل منهم في المشروع المصادر، ومع ذلك، فإذا كان لابد من التوصل إلى اتفاق للعمل معا على نحو مشترك، فإنه يتعين مواجهة مسألة كيفية تخصيص أو توزيع عوائد التسوية على نحو ما هو وارد في الاتفاق بين المؤسسة و البنك. وقد يواصل المستثمرون إصرارهم على أن الوفاء بمطالبات تعويض الحصص ضد الحكومة التي قامت بالمصادرة يجب أن يكون تابعا لدعاوى المطالبة بسداد الديون. وربما يواصل الضامنون إصرارهم على توزيع الحصص على أساس قسمة الغرماء (على الأقل) بل وقد يترددون في الالتزام مقدما في التحالف مع المستثمرين في تقديم مطالبات مشتركة. وإذا كان الأمر كذلك، فإن الصراع حولمشكلة الأسهم المرهونة سيظل يطارد التمويل الدولي للمشروعات في الأسواق الناشئة.

وهناك بديل آخر، وهو أن يخلص كل طرف - مثلما فعلت المؤسسة و البنك- إلي أن تفاصيل صيغة الاقتسام بعد التسوية تعد أقل أهمية من المزايا والمنافع التي تتحقق بالتعاون في تحقيق الحد الأقصى للتعويض المشترك ومن ثم يخلص كل منهما إلى إزاحة هذا الصراع ورفع من جدول أعمال القضايا التي يتعين التفاوض بشأنها سلفا، وهذه القناعة من شأنها أن تقلل من التكاليف الأساسية لإغلاق الكثير من مشروعات التمويل في الأسواق الناشئة.