

## مقررات حقوقی حاکم بر امانتداری اوراق (کاستودی)

فرشاد رحیمی دیزگوین<sup>۱</sup>

### چکیده

اگرچه مفاهیم «امانتداری»، «امین»، و «قرارداد امانتداری» نقش بسیار مهمی در بازار سرمایه بازی می‌کند، برداشت‌های یکسانی از این مفاهیم وجود ندارد؛ در غالب موارد، کاربرد تجاری این مفاهیم با کاربرد حقوقی آنها آمیخته شده است. حتی در بسیاری از نظام‌های حقوقی مانند نظام حقوقی ایران برداشت درست و کاملی از مفاهیم مذکور و نهادهای مالی امانتدار، کارکرد و آثار حقوقی این مفاهیم وجود ندارد. بحران مالی سال ۲۰۰۸ با آشکار نمودن خلاءهای موجود در مقررات و قراردادهای حاکم بر امانتداری اوراق و وجوه سرمایه‌گذاران، مانند عدم استرداد یا تأخیر زیاد در استرداد دارایی‌های سرمایه‌گذاران، ضرورت توجه به قراردادهای، ضوابط و مقررات نگهداری اوراق توسط نهادهای مالی واسط را دو چندان نمود. مقاله حاضر به بررسی مهمترین ریسک‌های حقوقی موجود قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۸ پرداخته و با تدقیق در قوانین کشورهای پیشرو در حوزه مقررات بازار سرمایه از قبیل انگلیس، آمریکا و هندوستان به نحوه واکنش قانونگذاران در جهت رفع خلاءهای مذکور پرداخته است. هدف مقاله حاضر معرفی مفهوم امانتداری به ادبیات حقوق مالی کشور و پاسخ به سؤالات زیر است: آیا در مقررات بازار سرمایه ایران نهاد مالی امانتدار و مقررات حاکم بر امانتداری اوراق و وجوه سرمایه‌گذاران پیش‌بینی شده است؟ در صورت منفی بودن پاسخ، آیا نیازی به نهاد مالی امانتدار و پیش‌بینی مقررات امانتداری در بازار سرمایه ایران است؟

**واژگان کلیدی:** مقررات امانتداری، بحران مالی سال ۲۰۰۸، نگهداری غیرمستقیم دارایی‌ها، اختلاط دارایی‌ها، برون‌سپاری خدمات امانتداری.

**طبقه‌بندی موضوعی:** K22

۱. دانشجوی دکتری حقوق سرمایه‌گذاری و مالی بین‌المللی و عضو هیأت تحریریه مجله حقوق بین‌الملل میشیگان، دانشگاه میشیگان،

## مقدمه

با وجود اهمیت و کاربرد زیاد مفاهیم «امانتداری»<sup>۲</sup>، «امین»<sup>۳</sup>، و «قرارداد امانتداری»<sup>۴</sup> در بازار سرمایه، اعم از بازارهای داخلی و بین‌المللی، مطالعات زیادی در خصوص ماهیت حقوقی این مفاهیم و ریسک‌های حقوقی ناشی از نگهداری اوراق توسط نهادهای مالی واسط انجام نگرفته است. بحران مالی سال ۲۰۰۸ با آشکار ساختن خلاءهای موجود در مقررات و قراردادهای امانتداری، توجه بیشتر به امانتداری اوراق و نهادهای مالی امانتدار<sup>۶</sup> را ضروری نمود. سوء استفاده از دارایی‌های مشتریان، عدم توانایی نهادهای مالی واسط در استرداد دارایی‌های مشتریان پس از ورشکستگی و یا تأخیر زیاد در استرداد دارایی‌های سرمایه‌گذاران از جمله مهمترین خلاءهای مقررات حاکم بر نگهداری اوراق توسط نهادهای مالی واسط در جریان بحران مالی ۲۰۰۸ بودند.

در رابطه با مفهوم امانتداری، ارائه تعریف واحد بسیار دشوار است، زیرا در نظام‌های حقوقی مختلف برداشت‌های متعددی از مفاهیم امانتداری و نهاد مالی واسط در نقش امانتدار قابل ملاحظه است. درحالی‌که در اکثر نظام‌های حقوقی، امانتداری به وجود یک رابطه حقوقی خاص (در قالب تراستی، نمایندگی، و ودیعه) ناشی از نگهداری اوراق نزد نهاد مالی واسط اشاره دارد؛ در برخی دیگر از نظام‌های حقوقی، امین دارایی یک نهاد مالی مستقل محسوب می‌شود که فعالیت آن منوط به اخذ مجوز امانتداری از نهاد ناظر است. در رویه عملی و تجاری نیز کاربرد امانتداری در مفهوم نهاد مالی مستقل با عنوان نهاد امین رایج است و منظور از آن نهادهایی است که در حوزه نگهداری فیزیکی از اوراق بهادار و ارائه «خدمات دارایی»<sup>۷</sup> به فعالیت می‌پردازند. اما باید توجه داشت که این استفاده تجاری از مفهوم نهاد امین بیشتر به خدمات جانبی اشاره دارد که نهادهای مالی موجود در بازار (غالباً بانکها)

2. Custody.

3. Custodian.

4. A Custodianship/custody Agreement.

۵. زمینه‌های بحران مالی ۲۰۰۸ بین سال‌های ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ با بحران اوراق بدهی مبتنی بر رهن (mortgage securities) و شکستن حباب مسکن در آمریکا آشکار شد و در سال ۲۰۰۸، آثار آن کل بازارهای مالی جهان را دربرگرفت. بحث در خصوص علل و آثار این بحران در محافل علمی همچنان ادامه دارد. برای مطالعه بیشتر رک به:

William Sun *et al* (eds), *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspective* (Cambridge University Press 2011).

۶. نهاد امین دارایی در ایران به «متولی دارایی» و «متولی حساب» نیز ترجمه شده است. در این مقاله برای تمیز از نهاد تراستی واژه امانتداری و نهاد امین ترجیح داده شده است. اما باید اعتراف کرد که هیچ یک از این ترجمه‌ها مفهوم و کارکرد تجاری و حقوقی کاستودی را نشان نمی‌دهد. همچنین باید توجه داشت که مفهوم امانتداری در این مقاله از مفهوم امین در قانون مدنی ایران متمایز است.

۷. از مصادیق خدمات دارایی «asset services» می‌توان به انتقال اوراق، دادن رأی به نیابت از سهامداران، و دریافت

سود اوراق قرضه اشاره کرد.

به سبب نگهداری از اوراق و وجوه سرمایه گذاران ارائه می کنند. بنابراین استفاده از عنوان نهاد امین توسط نهادهای مالی نباید منجر به اشتباه در تلقی وجود نهاد مالی مستقل به عنوان نهاد امین شود. بلکه منظور از امانتداری خدمات جانبی است که نهادهای مالی واسط به سبب نگهداری از اوراق و وجوه سرمایه گذاران ارائه می دهند.

مقاله حاضر نحوه واکنش نهادهای ناظر نسبت به خلاءهای حقوقی موجود قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۸ را بررسی و مهمترین اقدامات حقوقی اتخاذ شده توسط تعدادی از نظامهای حقوقی پیشرو برای رفع یا کاهش خلاءهای حقوقی ناشی از نگهداری اوراق و وجوه سرمایه گذاران توسط نهادهای واسط را واکاوی کرده است. پس از مقدمه حاضر، بخش اول مقاله مفهوم امانتداری و مسائل کلی مرتبط با آن را بررسی نموده است. در این بخش موضوعاتی از قبیل مفهوم امانتداری از منظر تاریخی و رویه عملی، نهادهای ارائه کننده خدمات امانتداری، مشتریان نهادهای ارائه کننده خدمات امانتداری، خدمات ارائه شده توسط این نهادها و تفاوت امانتداری با مفاهیم دیگر مورد مطالعه قرار گرفته است. در بخش دوم، ریسکهای حقوقی ناشی از ارائه خدمات امانتداری به ویژه ریسکهای ناشی از «اختلاط دارایی»<sup>۸</sup>، استفاده از داراییهای مشتریان توسط نهادهای مالی واسط، «نگهداری غیر مستقیم داراییها»<sup>۹</sup>، و «ریسکهای ناشی از برون سپاری»<sup>۱۰</sup> خدمات امانتداری بحث شده است. در بخش سوم مهمترین اقدامات حقوقی برای کاهش یا رفع این ریسکها واکاوی شده است. در این راستا، تجربه کشورهای انگلستان، آمریکا، و هندوستان مورد مطالعه قرار گرفته است. در ادامه، مهمترین اقدامات حقوقی اتخاذ شده توسط نظامهای حقوقی مورد اشاره برای رفع ریسکهای مورد اشاره با تمرکز بر شرایط حاکم بر ثبت عنوان حقوقی<sup>۱۱</sup> داراییهای مشتریان، تفکیک داراییهای موضوع امانتداری از داراییهای مشتریان دیگر و داراییهای خود نهاد واسط، برون سپاری خدمات امانتداری و استفاده از داراییها مشتریان توسط نهادهای مالی واسط و/یا نهاد مالی واسط فرعی مورد تدقیق قرار گرفته است.

8. Commingling Assets.

9. Indirect Holding of Assets.

10. Outsourcing Services.

11. A Legal Title.

## ۱- مسائل کلی مرتبط با امانتداری

### ۱-۱- تعریف امانتداری

تعریف امانتداری را می‌توان از سه بعد تاریخی، تجاری و حقوقی نگریست. از بعد تاریخی، مفهوم خدمات امانتداری با معنای لغوی آن همخوانی دارد. از نظر لغوی، واژه «امانتداری» به معنای «مراقبت و کنترل شیء یا شخص به منظور بازرسی، محافظت یا امنیت» تعریف شده است (واژه‌نامه حقوقی بلک، ۲۰۱۴: ۴۶۷). و «نهاد امین»<sup>۱۲</sup> شخص یا نهادی است که مسئولیت محافظت از کودک، دارایی، اوراق بهادار، یا سایر اشیاء گرانبها را بر عهده دارد (واژه‌نامه حقوقی بلک، ۲۰۱۴: ۴۶۷). در دوره‌ای که مالکیت اوراق بهادار به صورت الکترونیکی ثبت نمی‌شد، رابطه حقوقی میان ناشر و سرمایه‌گذاران پیچیده نبود؛ زیرا این رابطه از نوع رابطه مستقیم بوده و نهادهای واسطی ما بین ناشر و سرمایه‌گذار قرار نداشتند. سرمایه‌گذاران می‌توانستند اوراق بهادار را نزد خود نگهداری نموده یا به منظور کاهش یا دفع احتمال سرقت، آتش سوزی یا سایر ریسکها، آنها را نزد بانک به امانت بسپارند (Diana et al, 2007: 6). در نتیجه، از منظر تاریخی امانتداری به نگهداری فیزیکی اوراق بهادار توسط نهادهای واسط اشاره داشت (Michael et al, 2012: 523).

اما از منظر تعریف امانتداری بر طبق رویه تجاری یا عملی باید بیان داشت «غیر متحرک شدن اوراق بهادار»<sup>۱۳</sup> و «غیر کاغذی شدن کامل اوراق بهادار»<sup>۱۴</sup> به طور قابل توجهی ساختار و ماهیت خدمات امانتداری را تغییر داده است. به علت تغییر ماهیت بازار سرمایه، نگهداری فیزیکی از اوراق بهادار دیگر موضوعیت نداشته و یا اگر هم موضوعیت داشته باشد دیگر به عنوان خدمات اصلی ارائه شده توسط نهادهای مالی واسط محسوب نمی‌شود. در واقع، نهادهای مالی واسط به علت نگهداری از اوراق و وجوه سرمایه‌گذاران خدمات جانبی نیز به مشتریان ارائه می‌کنند که از نگهداری اوراق

۱۲. در این مقاله نهاد امین در دو معنا به کار رفته است. در یک معنا به عنوان نهاد مالی مستقل که به ارائه خدمات تعریف شده در قانون می‌پردازد. در معنای دیگر به عنوان هر نهاد مالی واسطی که به نحوی از انحاء از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران نگهداری می‌کند. بنابراین نهاد امین هر نهادی است که از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران نگهداری می‌کند هر چند که ماهیت نگهداری ممکن است از نهاد مالی به نهاد مالی دیگر متفاوت باشد.

۱۳. غیر متحرک شدن اوراق بهادار (immobilization) اشاره به وضعیتی دارد که در آن «سیستم تسویه تسهیل شده و انتقال اوراق می‌تواند بدون تسلیم فیزیکی آنها انجام شود». رک به:

Maisie Ooi, Shares and Other Securities in the Conflict of Laws, at 96 para 6.25 (Oxford 2003).

۱۴. غیر کاغذی شدن کامل اوراق بهادار (dematerialization) اشاره به فرایندی دارد «که در نتیجه آن گواهی فیزیکی اوراق بهادار تبدیل به اوراق بدهی الکترونیکی شده و به حساب سرمایه‌گذار نزد نهاد سپرده‌گذاری واریز می‌شود». رک به:

Yogesh Masheshwari, Investment Management, at 46 (Business and Economics 2008).

نشأت می‌گیرد.<sup>۱۵</sup> بدلیل گسترش قلمرو خدمات امانتداری، نهادهای مالی واسط دیگر خود را با عنوان امانتدار خطاب نمی‌کنند، بلکه خود را با عناوینی مانند «ارائه‌کنندگان خدمات جهانی اوراق بهادار»<sup>۱۶</sup> «ارائه‌کنندگان خدمات به سرمایه‌گذاران»<sup>۱۷</sup> و «ارائه‌کنندگان خدمات اوراق بهادار»<sup>۱۸</sup> معرفی می‌کنند (Patel and McGill, 2008: 15).<sup>۱۹</sup>

بنابراین، در رویه عملی می‌توان نهاد مالی واسط در نقش امین را به عنوان نهادی تعریف کرد که خدمات آن نه تنها شامل نگهداری فیزیکی از اوراق بهادار بلکه شامل «مدیریت اوراق» به نمایندگی از سرمایه‌گذاران نیز می‌شود (Madeleine and Montagu, 2013: 1; Diana *et al*, 2007: 6). مدیریت دارایی به طور کلی می‌تواند به دو شاخه بزرگ «خدمات تسویه‌ای»<sup>۲۰</sup> و «خدمات دارایی»<sup>۲۱</sup> تقسیم شود. دسته نخست به خدماتی اشاره دارد که در اثر فروش اوراق بهادار، نهاد مالی واسط در نقش امین بر پرداخت ثمن و تسلیم اوراق توسط طرفین نظارت دارد (Diana *et al*, 2007: 6). دسته دوم به خدماتی مربوط می‌شود که از نگهداری اوراق بهادار ناشی می‌شود، زیرا در مدت نگهداری اوراق بهادار ممکن است حقوق، مزایا و تعهداتی به آنها تعلق بگیرد. در نتیجه، نهاد مالی واسط در نقش امین دریافت و اجرای حقوق و تعهدات مذکور را تسهیل نموده و بر اجرای تعهدات نظارت دارد (Diana *et al*, 2007: 6). از جمله این خدمات می‌توان به «اقدامات شرکتی»<sup>۲۲</sup>، «رأی نیابتی»<sup>۲۳</sup>، و وصول مزایا و حقوق تعلق گرفته به اوراق از قبیل سود سهام اشاره کرد. اما از بعد حقوقی، امانتداری مستلزم معنای واحدی نبوده و با مفاهیم حقوقی دیگر مانند تراستی در ارتباط است.

در حالی که در برخی از نظام‌های حقوقی، مفاهیم امانتداری و تراستی به روشنی از هم تفکیک شده‌اند و قلمرو مسئولیت مشخصی دارند، در برخی دیگر از نظام‌های حقوقی؛ امانتداری گاه‌ها با تراستی آمیخته

۱۵. از هومن ثابتی برای اشاره به این نکته تشکر می‌کنم.

16. Providers of Global Securities Services.

17. Providers of Services to the Investors.

18. Securities Services Providers.

۱۹. البته باید توجه داشت که ارجاع به عنوان کلی مانند «ارائه‌کنندگان خدمات به سرمایه‌گذاران» ممکن است جنبه بازاریابی داشته باشد در حالی که استفاده قانونگذاران از واژه «نهاد امین» برای تعیین رابطه حقوقی مشخص و تعریف شده است.

20. Settlement Services.

21. Asset Services.

22. Corporate Actions.

۲۳. رأی نیابتی (proxy voting) به اعطای رأی از جانب سهامداران اشاره دارد. رأی نیابتی در خصوص تصمیماتی که سهامداران در خصوص آن حق رأی دارند مانند انتخاب اعضای هیأت مدیره موضوعیت پیدا می‌کنند. این امر به خصوص با توجه به نگهداری دارایی‌ها توسط نهادهای واسط مختلف اهمیت دارد و مسائل مختلفی مانند حاکمیت شرکتی را مطرح می‌کند. برای مطالعه بیشتر رک به:

U.S Securities and Exchange Commission, Briefing Paper for 2007 Roundtable on Proxy Voting Mechanics (2007), available at <https://www.sec.gov/spotlight/proxyprocess/proxyvotingbrief.htm>.

شده است. به عنوان مثال، در نظام حقوقی هنگ کنگ، امانتداری منحصر به نگهداری و مراقبت از دارایی‌های سرمایه‌گذاران بوده و در تصمیمات مربوط به مدیریت دارایی‌ها صلاحیتی ندارد (Chok, 2018). در مقابل، تراستی وظیفه مدیریت دارایی‌های سرمایه‌گذاران از جانب ذینفعان تراست و صلاحیت تصمیم‌گیری برای نحوه مدیریت دارایی‌های موضوع تراست را دارد، اما الزاماً از دارایی‌های سرمایه‌گذاران نگهداری و محافظت نمی‌کند (Chok, 2018). به علت اختیارات موسع تراستی برای سرمایه‌گذاری، قاعده حقوق عرفی «وظیفه مراقبت»<sup>۲۴</sup> تراستی را ملزم می‌سازد تا تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را به بهترین شکل ممکن و با ملاحظه منافع ذینفعان اوراق اتخاذ کند. اما در مقابل وظیفه نهاد مالی امانتدار کاهش ریسک‌های ناشی از سرقت و مفقودی دارایی‌های سرمایه‌گذاران است و تکلیفی به رعایت قاعده «وظیفه مراقبت» ندارد، زیرا نهاد مالی واسط در نقش امین تصمیمات خود را بر مبنای دستورالعمل سرمایه‌گذاران یا شخص منتصب از جانب سرمایه‌گذاران مانند تراستی اتخاذ می‌کند (Chok, 2018).

در مقابل، در برخی از نظام‌های حقوقی مانند نظام حقوقی انگلستان، علاوه بر نهادهایی که طبق قانون به سبب نگهداری از دارایی‌های سرمایه‌گذاران به عنوان امین تلقی می‌شوند، امانتداری ممکن است جنبه قراردادی نیز داشته باشد که معمولاً از طریق ایجاد تراست انجام می‌گیرد. در چنین وضعیتی «تراستی امین»<sup>۲۵</sup> در کنار مقررات امانتداری، ملزم به رعایت قاعده حقوق عرفی «وظیفه مراقبت» نیز خواهد بود.<sup>۲۶</sup>

در قوانین بازار سرمایه آمریکا، با وجود اینکه واژه «امانتداری»<sup>۲۷</sup>، «نهاد امین»<sup>۲۸</sup> و «قرارداد امانتداری»<sup>۲۹</sup> مورد استفاده قرار گرفته است<sup>۳۰</sup>، اما قانونگذار تعریفی از این واژگان و ماهیت حقوقی آنها ارائه نداده

۲۴. وظیفه مراقبت یا «fiduciary duty» مفهوم بسیار پیچیده‌ای است که در متن خود مفاهیم حقوقی دیگر مانند حسن نیت و اقدام در جهت تضمین منافع سرمایه‌گذاران به بهترین شکل ممکن را در بر دارد. برای مطالعه بیشتر رک به:

Deborah A. Demott (1998). Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation, Duke Law Journal.

۲۵. واژه‌نامه حقوق عبارت «a custodian trustee» را به عنوان تراستی تعریف کرده است که وظیفه مراقبت و نگهداری از دارایی‌های موضوع تراست را بر عهده دارد. در حالی که تراستی‌های دیگر مسئولیت مدیریت دارایی‌های سرمایه‌گذاران را بر عهده دارند. رک به:

Jonathan Law and Elizabeth A. Martin (eds) (2014). A Dictionary of Law. Oxford.

۲۶. از هومن ثابتی برای اشاره به این نکته تشکر می‌کنم.

27. Custody.

28. Custodian.

29. Custodianship Agreement.

30. See e.g., Investment Companies Act of 1940.

است. در رویه قضایی ایالت‌های مختلف نیز در خصوص ماهیت رابطه حقوقی امانتداری تحت آراء وجود دارد. برخی ماهیت رابطه حقوقی امانتداری را تراستی دانسته و برخی دیگر ماهیت آن را «ودیعہ»<sup>۳۱</sup> و «نمایندگی»<sup>۳۲</sup> دانسته‌اند (Klees, 2010: 111). با دقت در قوانین مربوطه، سه کاربرد از واژه امانتداری را می‌توان در این نظام حقوقی مشاهده نمود.

امانتداری در یک معنا به عنوان یک خدمت مالی ارائه شده توسط نهادهای مالی واسط (غالباً بانک‌ها) به کار رفته است. در واقع، به سبب نگهداری اوراق و وجوه مشتریان نزد نهادهای مالی واسط، مشتریان این نهادهای مالی واسط به خدمات جانبی نیاز پیدا می‌کنند. برای مثال، یک بانک ممکن است در کنار خدمات مالی دیگر از قبیل مدیریت دارایی و کارگزاری، خدمات امانتداری نیز ارائه نماید. مطابق با یک دیدگاه، معیار اصلی تمیز خدمات امانتداری از خدمات نهادهای مالی دیگر مانند تراستی و مدیر دارایی این است که نهاد مالی واسط در نقش امانتدار صلاحیتی برای اتخاذ تصمیم در خصوص نحوه مدیریت دارایی‌های سرمایه‌گذاران ندارد. نهاد مالی واسط در ارائه خدمات امانتداری صرفاً بر مبنای دستورالعمل مشتری عمل می‌کند.<sup>۳۳</sup> بنابراین، امانتداری خدمت مالی مستقل محسوب می‌شود که همراه با خدمت اصلی نگهداری اوراق ارائه می‌شود.

امانتداری در معنای دیگر به یک ظرفیتی اشاره دارد که در چهارچوب آن نهادهای مالی شناخته شده خدمتی را ارائه می‌کند. این مفهوم در «قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری» (مصوب ۱۹۴۰ و اصلاحی ۲۴ می ۲۰۱۸) تنها در ارتباط با امانتداری دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به کار رفته است. به موجب این قانون، تراستی صندوق سرمایه‌گذاری باید دارایی‌های صندوق را نزد نهاد مالی واسط در نقش امانتدار نگهداری نماید. نهاد امین معادل بانک و کارگزار-معامله‌گر تعریف شده است<sup>۳۴</sup> و شناسایی بانک به عنوان نهاد امین منوط به داشتن حداقل سرمایه ۵۰۰,۰۰۰ دلار گردیده است.<sup>۳۵</sup> در چنین وضعیتی، علاوه بر قواعد ناشی از حقوق عرفی؛ قرارداد میان نهاد امین و تراستی مهمترین منبع

31. Bailment.

32. Agency.

33. See e.g., Bank Policy Institute (2016). Three Things to Know About the Custody Services Provided by Banks, available at <https://bpi.com/three-things-to-know-about-the-custody-services-provided-by-banks/>; The Clearing House White Paper (2016). The Custody Services of Banks, available at [https://www.theclearinghouse.org//media/tch/documents/research/articles/2016/07/20160728\\_tch\\_white\\_paper\\_the\\_custody\\_services\\_of\\_banks.pdf](https://www.theclearinghouse.org//media/tch/documents/research/articles/2016/07/20160728_tch_white_paper_the_custody_services_of_banks.pdf).

34. SEC. 17. [80a-17]9(f)(1), Investment Company Act of 1940, available at <https://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20of%201940.pdf>.

35. Section 26(a) Investment Company Act of 1940.

حقوق و تعهدات طرفین خواهد بود.<sup>۳۶</sup> با توجه به این که نهاد امین معادل بانک و کارگزار-معامله‌گر در نظر گرفته شده است، می‌توان گفت که در حقوق آمریکا نهاد امین یک نهاد مالی مستقل به معنای کامل نیست و امانتداری بیشتر به وجود یک رابطه حقوقی خاص اشاره دارد.<sup>۳۷</sup> و نهاد امین بیشتر یک اصطلاح بازاری است و منظور از آن نهادهای مالی موجود در بازار هستند که در صورت تحقق شرایط پیش‌بینی شده در قانون می‌توانند خدمات امانتداری ارائه کنند. بنابراین فعالیت امانتداری منوط به اخذ مجوز مستقل نیست. در نتیجه بانک می‌تواند به عنوان امین و تراستی صندوق تعیین شود اما هر یک از این فعالیت‌ها تابع مقررات مختلفی خواهد بود. تراستی صندوق نمی‌تواند اوراق را خود نگهداری کند و باید آن را نزد بانک یا کارگزار به عنوان امانتدار نگهداری نماید.

امانتداری در معنای سوم، فعالیتی است که باید بر اساس مقررات احتیاطی خاص انجام بگیرد. در واقع، امانتداری در این معنا به سلسله مقرراتی اطلاق دارد که در کنار قواعد حقوق عرفی در صدد تضمین حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌های ناشی از سوءاستفاده، سرقت و ورشکستگی نهادهای مالی واسط است. ماهیت، شکل و قلمرو این مقررات بر حسب نوع نهاد مالی، نوع فعالیت آنها و ریسک‌های ناشی از این فعالیت‌ها متفاوت است. بنابراین ماهیت مقررات امانتداری (در معنای مقررات مربوط به تضمین حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران) در رابطه با فعالیت شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری، کارگزار-معامله‌گر و بانک‌ها متفاوت از هم است هرچند که نکات اشتراک بین آنها نیز قابل ملاحظه است.<sup>۳۸</sup> در نتیجه می‌توان گفت که در نظام حقوقی آمریکا امانتداری غالباً برای اشاره به «رابطه حقوقی مشخص» و مقررات مربوط به حمایت از سرمایه‌گذاران در برابر ریسک-های ناشی از ورشکستگی نهاد واسط، سوءاستفاده و سرقت دارایی‌های مشتریان توسط نهادهای مالی به کار رفته است.

اما قانونگذار هندوستان رویکردی متفاوت اتخاذ نموده است. قانون سبی نه تنها صریحاً نهاد امین را به عنوان نهاد مالی مستقل شناسایی نموده است بلکه فعالیت به عنوان نهاد امین را منوط به اخذ مجوز از «هیأت مدیره بورس و اوراق بهادار هندوستان»<sup>۳۹</sup> کرده است. همچنین قانون سبی قلمرو خدمات امانتداری را مشخص نموده است که شامل نگهداری از حسابهای مربوط به اوراق و تحصیل مزایا و

۳۶. برای ملاحظه نمونه قرارداد امانتداری رک به:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1688680/000119312517071854/d321793dex99g.htm>.

۳۷. رک به: قسمت تنظیم فعالیت‌های امانتداری در همین مقاله.

۳۸. رک به: قسمت تنظیم فعالیت‌های امانتداری در همین مقاله.



منافع تعلق گرفته به آنها می‌شود.<sup>۴۰</sup> اما باید توجه داشت با وجود وسعت بازار هندوستان، تعداد نهادهایی که صرفاً به ارائه خدمات امانتداری می‌پردازند بسیار محدود است و در زمان نگارش مقاله متجاوز از دو نهاد مالی نبود و اکثر ارائه‌کنندگان این خدمات بانک‌ها هستند.<sup>۴۱</sup>

## ۲-۱- ارائه‌کنندگان خدمات امانتداری

در گذشته، ارائه خدمات امانتداری مشمول مقررات نظارتی نبود و در نتیجه نهادهای مالی متعددی می‌توانستند بدون اخذ مجوزهای لازم نسبت به ارائه خدمات مذکور اشتغال ورزند. اما در حال حاضر خدمات امانتداری به شدت تحت کنترل و نظارت نهادهای ناظر قرار دارد؛ و تنها نهادهایی می‌توانند به ارائه چنین خدماتی بپردازند که شرایط پیش‌بینی شده در حوزه قضایی مربوطه از قبیل اخذ مجوزهای لازم و حداقل سرمایه مورد نیاز را رعایت کرده باشند.<sup>۴۲</sup> اما باید بین موردی که نهاد مالی به عنوان نهاد مالی مستقل به ارائه خدمات امانتداری می‌پردازند و نهادهای که به واسطه نگهداری از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران به ارائه خدمات امانتداری می‌پردازند قائل به تفکیک شد.

در نظام‌های حقوقی پیش‌بینی یک نهاد مالی مستقل به عنوان نهاد امین دارایی خیلی رایج نیست. تا جایی که نویسنده اطلاع دارد، تنها در قوانین بازار سرمایه هندوستان به چنین نهادی اشاره شده است که دارای قلمرو فعالیت مشخص بوده و نیاز به اخذ مجوز مستقل از نهاد ناظر دارد. در این نظام حقوقی نهاد امین دارایی ملزم به داشتن شرایط مختلفی است که ممکن است در گذر زمان تغییر یابد. به عنوان مثال، مقررات امانتداری «هیأت مدیره بورس و اوراق بهادار هندوستان»<sup>۴۳</sup> (از این پس، سببی) اعطای مجوز ثبت نهاد امین را منوط به این نموده بود که متقاضی دارای شرایطی از قبیل «سابقه فعالیت مناسب و خوب»<sup>۴۴</sup> و «حسن شهرت در عدالت و درستی»<sup>۴۵</sup> باشد.<sup>۴۶</sup> قانون سببی «سابقه فعالیت مناسب و خوب» را به عنوان ویژگی نهادی توصیف کرده بود که حداقل دارای ۵ سال سابقه در حوزه ارائه خدمات مالی بوده و ارزش دارایی‌های خالص آن در سال‌های قبل از ارائه تقاضای ثبت به عنوان نهاد امین

40. SEBI's Custody Rules: Article 15 and Article 16 (2019 Amendment).

۴۱. برای مشاهده لیست نهادهای مالی دارای مجوز امانتداری رک به:

<https://www.sebi.gov.in/sebiweb/other/OtherAction.do?doRecognisedFpi=yes&intmId=27>.

۴۲. به عنوان مثال، بند ح ماده ۲ قانون سببی مقرر داشته است «نهاد امین به معنای شخصی است که مجوز ثبت فعالیت در کسب و کار اوراق

بهادار را اخذ نموده است...»

43. Securities and Exchange Board of India (SEBI).

44. Sound Track Record.

45. General Reputation of Fairness and Integrity.

46. SEBI Custody Rules: Article 7 (2017 Amendment).

مثبت بوده است.<sup>۴۷</sup> در آخرین اصلاحات انجام شده بر مقررات حاکم بر فعالیت نهادهای امین در سال ۲۰۱۹، تعدادی از این شرایط حذف شده است که به نظر می‌رسد علت اصلی آن دشواری در اجرای ضوابط انتزاعی مذکور (مانند حسن شهرت در عدالت و درستی) در عمل بوده است.

نهادهای ارائه‌کننده خدمات امانتداری غالباً به نهادهای مالی واسطی اشاره دارد که به واسطه نگهداری از دارایی‌های نقد و غیرنقد مشتریان خدمات جانبی دیگری به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. این نهادهای واسط غالباً بانک‌ها و شرکت‌های کارگزاری هستند. در برخی از نوشته‌ها (Diana et al, 2007: 6) به شرکت‌های سپرده‌گذاری نیز به عنوان ارائه‌کننده خدمات امانتداری اشاره شده است. اما باید توجه داشت که امانت‌داری شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی، دارای ماهیت متفاوتی است. نقش امانتداری شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی برای اهداف تجاری و کسب و کار نیست، بلکه نقش امانتداری سپرده‌گذاری مرکزی به عنوان یکی از زیرساخت‌های بازار سرمایه، تسهیل غیرمتمرکز سازی اوراق، تسویه و پایاپای معاملات است.<sup>۴۸</sup> و بدلیل اینکه شرکت‌های سپرده‌گذاری به کارهای تجاری نمی‌پردازند، نگرانی در خصوص ریسک‌های حقوقی ناشی از ورشکستگی این نهاد مالی وجود ندارد، هرچند که از لحاظ حقوقی این فرض درست نیست.

همچنین لازم به ذکر است که تمام نهادهای مالی صلاحیت نگهداری از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران را ندارد. بنابراین، چنانچه به نحوی از انحاء کنترلی نسبت به دارایی‌های سرمایه‌گذاران داشته باشند باید آنها را نزد نهاد مالی واجد شرایط نگهداری از دارایی‌های مشتریان نگهداری کنند. این امر در حقوق آمریکا در رابطه با شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری صادق است. در این خصوص، سند تفسیری کمیسیون بورس و اوراق بهادار در خصوص مقررات امانتداری، اوضاع و احوالی که در صورت تحقق آن کنترل مشاور سرمایه‌گذاری بر دارایی‌های سرمایه‌گذاران فرض خواهد شد را مشخص نموده است. این اوضاع و احوال شامل مواردی می‌شود که مشاور سرمایه‌گذاری «وجوه و اوراق متعلق به سرمایه‌گذار را حتی به صورت کوتاه در تصرف دارد»، یا مشاور سرمایه‌گذاری «مجوز برداشت وجوه و اوراق سرمایه‌گذار از حساب وی را دارد»، و یا اینکه مشاور سرمایه‌گذاری «دارای چنان صلاحیتی است که مالکیت و یا دسترسی به وجود و اوراق سرمایه‌گذار را به وی می‌دهد».<sup>۴۹</sup> البته تشخیص این اوضاع و احوال ممکن است برای مشاور سرمایه‌گذاری کار آسانی نباشد. به همین دلیل

47. SEBI Custody Rules: Article 7(i)(ii) (2017 Amendment).

۴۸. از هومن ثابتي برای اشاره به این نکته تشکر می‌کنم.

49. See SEC Release No. IA-2176; File Number. S7-28-02, available at <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2176.htm#IID2>.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار در سال ۲۰۱۷ سند راهنمای دیگری منتشر نمود که درصدد روشن نمودن بیشتر موضوع است.<sup>۵۰</sup> هدف از پیش‌بینی این مقررات، محافظت از سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌های ناشی از مفقودی، سوءاستفاده، سرقت، و همچنین ورشکستگی نهادهای مالی واسط است (Finch, 2018).

### ۱-۳- مشتریان خدمات امانتداری

به عنوان قاعده کلی، استفاده از خدمات امانتداری اجباری نیست. با وجود این، اکثر نظام‌های حقوقی برخی از نهادهای مالی مانند صندوق‌های مشترک را ملزم می‌کنند تا دارایی‌های خود را نزد نهاد مالی واسطی که واجد شرایط نگهداری دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران هستند، نگهداری کنند. در حقوق آمریکا، نهادهای واجد شرایط نگهداری دارایی‌های سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و شرکت‌های کارگزاری هستند. هدف از این الزام، اجتناب از تعارض منافع و سایر ریسک‌های ناشی از سوء استفاده از دارایی‌ها و تسهیل مدیریت دارایی‌های موضوع صندوق است.<sup>۵۱</sup>

اگرچه استفاده از خدمات امانتداری برای اکثر مشتریان الزامی نیست، اما به علت ساختار بازار و به خصوص نگهداری غیرمستقیم دارایی‌ها، وجود زنجیره‌ای از واسطه‌ها میان ناشر و سرمایه‌گذار، و عدم امکان عضویت مستقیم سرمایه‌گذاران عادی در شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی، استفاده از خدمات امانتداری برای سرمایه‌گذاران امری اجتناب‌ناپذیر است (Diana et al, 2007: 10). اما سرمایه‌گذاران الزامی برای استفاده از خدمات جانبی امانتداری همان نهاد واسطی که از دارایی‌های آنها را نگهداری می‌کنند، ندارند.

همچنین در فرضی هم که سرمایه‌گذاران امکان عضویت مستقیم در سپرده‌گذاری‌های مرکزی را داشته باشند، استفاده از خدمات امانتداری نهادهای مالی واسطی که دارای اقتصاد مقیاس بزرگ بوده (به خصوص بانکها) و در فرایندهای شکلی مربوط به سپرده‌گذاری‌های مرکزی، رویه‌های بازار و مدیریت حقوق و مزایای متعلق به اوراق بهادار تخصص دارند، ممکن است از جذابیت زیادی برای سرمایه‌گذاران برخوردار باشد (Diana et al, 2007: 11).

50. Investment Adviser Association, SEC Staff No-Action Letter (February 21, 2017), available at: <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2017/investment-advise>.

۵۱. به عنوان مثال، بند ۱ ماده ۲۶ «مقررات صندوق‌های مشترک» سی (آخرین اصلاح: مورخ ۲۶ آوریل ۲۰۱۹) پیش‌بینی کرده است که «صندوق مشترک باید نهاد امینی را برای ارائه خدمات امانتداری طرح‌های صندوق نصب نماید.» برای متن قانون رک به:

SEBI (Mutual Funds) Regulations, 1996 [Last amended on April 29, 2019], available at [http://www.sebi.gov.in/cms/sebi\\_data/commondocs/mutualfundupdated06may2014.pdf](http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/commondocs/mutualfundupdated06may2014.pdf).

#### ۴-۱- خدمات امانتداری

در حال حاضر، قلمرو خدمات امانتداری بسیار گسترده است. این خدمات شامل نگهداری از حساب‌های اوراق بهادار، نگهداری از منافع و مزایای تعلق گرفته به اوراق بهادار، آگاه ساختن دارندگان اوراق بهادار از اقدامات انجام شده توسط ناشر، و نگهداری و تطبیق سوابق خدمات ارائه شده به سرمایه‌گذاران در رابطه با دارایی‌های موضوع امانتداری می‌باشد.<sup>۵۲</sup> خدمات امانتداری شامل اقدامات شرکتی و دادن رأی به نمایندگی از سهامداران نیز می‌شود.

اما قلمرو و کیفیت خدمات امانتداری ممکن است از نهاد واسطی به نهاد واسط دیگر متفاوت باشد و سرمایه‌گذاران ممکن است برحسب نیاز خود نهادی را به نهاد دیگری ترجیح دهند (Diana et al, 2007: 8). به عنوان مثال، خدمات امانتداری ارائه شده توسط بانک‌ها ممکن است از کارایی بیشتری در مقایسه با خدمات شرکت‌های کارگزاری برخوردار باشد. خدمات امانتداری ارائه شده توسط بانک می‌تواند به دو دسته خدمات تخصصی و خدمات بانکی تقسیم شود (Diana et al, 2007: 11). خدمات تخصصی شامل گزارش‌های تخصصی است. این خدمت ممکن است برای گروه خاصی از مشتریان مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جذابیت زیادی برخوردار باشد. خدمات بانکی شامل ارائه خدمات روزانه نقدینگی و تأمین مالی اوراق بهادار می‌شود. با توجه به اینکه بسیاری از این خدمات متضمن ریسک‌های عملیاتی زیادی هستند، بسیاری از نهادهای مالی واسط ممکن است توانایی یا تمایلی به ارائه چنین خدماتی نداشته باشند (Diana et al, 2007: 11).

همچنین، خدمات تخصصی بانکی از قبیل امکان افتتاح حساب‌های چند ارزی (Diana et al, 2007: 11) برای سرمایه‌گذارانی که فعالیت‌های روزانه آنها منجر به جریان نقدینگی شده یا ترجیح می‌دهند معاملات خود را بر مبنای تسلیم در برابر پرداخت تسویه نمایند از مطلوبیت زیادی برخوردار خواهد بود. علاوه بر این، به علت جهانی شدن بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند از خدمات امانتداری نهادهای واسطی استفاده کنند که به حوزه‌های قضایی متعدد دسترسی داشته و خدمات جامع و کاملی ارائه می‌کنند. (Simmons, 2002: 233; Loader, 2014: 97).

52. SEBI's Custody Rules: Article 2(e) (2019 Amendment).

### ۵-۱- تفاوت امانتداری و نهاد امین با مفاهیم و نهادهای مالی دیگر

تمیز امانتداری و نهاد امین از سایر مفاهیم حقوقی و نهادهای مالی یکی دیگر از مسائل مهمی است که باید بررسی شود. در این خصوص باید بین حالتی که نهاد امین به عنوان نهاد مالی مستقل شناخته می‌شود و حالتی که چنین نیست قائل به تفکیک شد.

در تعداد معدودی از نظام‌های حقوقی مانند نظام حقوقی هندوستان، نهاد مالی مستقلی با نام نهاد امین مورد شناسایی قرار گرفته است که مستلزم اخذ مجوز مستقل از نهاد ناظر بوده و دارای کارکرد تعریف شده در قانون است. اما نهاد امین ممکن است در کنار خدمات امانتداری به ارائه خدمات مالی دیگر نیز اشتغال داشته باشد. در چنین وضعیتی، ماده ۱۳ سبی مقرر نموده است «هنگامی که نهاد امین اوراق بهادار در کنار فعالیت امانتداری به فعالیت دیگری نیز اشتغال داشته باشد، فعالیت‌های مربوط به کسب و کار امانتداری باید از سایر فعالیت‌های آن تفکیک شود». همچنین طبق ماده مذکور «کارکنان و مستخدمین فعال در ارائه خدمات امانتداری باید از مشارکت در سایر فعالیت‌های نهاد امین خودداری ورزند».<sup>۵۳</sup>

اما در اکثر نظام‌های حقوقی، امانتداری یک مفهوم خدمت محور است. بدین معنی که نهادهای مالی موجود به واسطه نگهداری از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران خدمات جانبی دیگری نیز به آنها ارائه می‌کنند. بنابراین، شرکت کارگزاری می‌تواند در کنار خدمات اصلی مرتبط با کارگزاری خدمات جانبی دیگری مانند اقدامات شرکتی به مشتریان خود ارائه کنند (Diana *et al.*, 2007: 6). از این منظر، امانتداری به عنوان خدمتی تلقی شود که توسط هر نهادی که مجوز ارائه چنین خدماتی را اخذ کرده است، ارائه می‌شود. در نظام حقوقی آمریکا، بانکها و شرکت‌های کارگزاری جزو نهادهای واجد شرایط برای ارائه خدمات امانتداری محسوب می‌شوند. بنابراین در این دسته از نظام‌های حقوقی امانتداری به یک رابطه حقوقی مشخص اشاره دارد. ماهیت این رابطه حقوقی مشخص ممکن است از کشوری به کشور دیگر متفاوت باشد. در برخی از نظام‌های حقوقی این رابطه حقوقی می‌تواند از طریق تراست نیز ایجاد شود که در این صورت نهاد مالی واسط در نقش امانتدار ملزم به رعایت مقررات حاکم بر فعالیت تراستی<sup>۵۴</sup> از قبیل «وظیفه مراقبت» نیز خواهد بود. در برخی دیگر از نظام‌های

53. SEBI Custodial Rules: Article 13 (2019 Amendment).

۵۴. واژه تراستی (trustee) مشتق از کلمه «تراست» (trust) است. تراست‌ها ابزارهای حقوقی هستند که «مالکیت حقوقی» دارایی را از «مالکیت ذیفعی» آن تفکیک می‌کند. به موجب تراست، تراستی به عنوان مالک حقوقی دارایی‌ها شناخته می‌شود، اما ملزم است تا آنها را به نفع شخص یا اشخاصی که در سند تراست پیش‌بینی شده مدیریت کند. باید توجه داشت که تراست از طرق مختلف قابل

حقوقی مانند هنگ کنک، مرز وظیفه تراستی از امانتداری به روشنی مشخص شده است به نحوی که وظیفه تراستی به مدیریت اوراق و وظیفه امانتداری به نگهداری از اوراق مربوط می‌شود. اما در نظام حقوقی آمریکا، دیدگاه واحدی در خصوص ماهیت رابطه حقوقی ناشی از امانتداری وجود ندارد و بر حسب مورد ممکن است این رابطه حقوقی به عنوان تراستی، نمایندگی و یا ودیعه توصیف شود.

## ۲- ریسک‌های حقوقی

نگهداری از دارایی‌های نقد و غیرنقد سرمایه‌گذاران متضمن ریسک‌های مختلفی از قبیل ریسک‌های عملیاتی، ریسک‌های فنی و ریسک‌های حقوقی است. مقاله حاضر صرفاً به بررسی مهمترین ریسک‌های حقوقی ناشی از نگهداری اوراق و ارائه خدمات امانتداری خواهد پرداخت. این ریسک‌ها ممکن است از ناکارآمدی رژیم حقوقی و تنظیمی حاکم بر فعالیت نهادهای مالی واسط مانند عدم رعایت مقررات امانتداری، الزامات بازار سرمایه، تعهدات قراردادی، و فقدان سیستم نظارتی موثر و عدم وجود ضمانت اجرای کارآمد ناشی شود. ذیلاً تعدادی از مهمترین ریسک‌های حقوقی ناشی از استفاده از خدمات امانتداری شناسایی شده و در قسمت بعد واکنش نظام‌های حقوقی مورد مطالعه نسبت به این ریسک‌ها مورد واکاوی قرار گرفته است.

## ۲-۱- نگهداری غیر مستقیم دارایی‌ها

در دوره‌ای که اوراق بهادار تنها به شکل کاغذی منتشر می‌شد و رابطه میان سرمایه‌گذاران و ناشر یک نوع رابطه مستقیم بود؛ سرمایه‌گذاران تنها در معرض ریسک‌های ناشی از فعل یا ترک فعل ناشر قرار داشتند. همچنین به علت عدم وجود زنجیره‌ای از واسطه‌ها میان ناشر و سرمایه‌گذاران، اجرای حقوق سرمایه‌گذاران از نظر حقوقی با دشواری زیادی همراه نبود. همچنین می‌توان گفت که اوراق بهادار دارای ارزش بیشتری در مقایسه با وضعیت حاضر بودند، زیرا سرمایه‌گذاران تنها در معرض ریسک‌های ناشر قرار داشتند. اما «غیر متحرک» و «غیر کاغذی شدن کامل اوراق بهادار» به همراه استفاده کلان از سیستم‌های کامپیوتری و حضور واسطه‌های متعدد میان ناشر و سرمایه‌گذاران نهایی، حقوق و منافع سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک‌های متعدد قرار داده است (Micheler, 2015: 505-507). در

ایجاد است که رایج‌ترین آنها «سند تراست» (deed of trust) و «بیانیه تراست» (declaration of trust) است. برای مطالعه بیشتر رک به:

Jon D Stanford, An Economic Analysis of the Legal Concept of Trustees' Powers of Investment, Discussion Paper No 296, at 2 (School of Economics, University of Queensland 2001).

واقع، میان ناشر و سرمایه گذاران نهایی معمولاً حداقل سه نهاد واسط قرار دارد؛ در نتیجه، سرمایه گذاران نه تنها در معرض ریسک‌های ناشی از فعل یا ترک فعل ناشر قرار دارند، بلکه ریسک‌های ناشی از سوء استفاده و یا ورشکستگی نهادهای واسط نیز آنها را تهدید می‌کند. مضافاً، ماهیت قراردادی رابطه میان نهادهای مالی واسط و سرمایه گذاران و در نتیجه اصل نسبی بودن قراردادها امکان اجرای مستقیم حقوق سرمایه گذاران علیه نهادهای واسط فرعی را با دشواری مواجه می‌سازد ( Micheler, 2015: 505-507).

## ۲-۱- اختلاط دارایی‌ها

دارایی‌های متعلق به مشتریان ممکن است به طرق مختلف توسط نهادهای مالی واسط نگهداری شود. استفاده از حساب واحد معروف به «حساب اتوبوسی»<sup>۵۵</sup> یکی از طرق معمول برای نگهداری اوراق بهادار است که طبق آن نهاد واسط، دارایی‌های متعلق به تمام مشتریان و دارایی‌های خود را در آن نگهداری می‌کند. از نقطه نظر حقوقی، اختلاط دارایی‌ها هنگامی اتفاق می‌افتد که نهاد واسط تمام دارایی‌های خود و تمام دارایی‌های متعلق به مشتریان را در حساب واحد یا مشترک نگهداری می‌کند به نحوی که امکان تفکیک دارایی‌های نهاد واسط از مشتریان و دارایی‌های مشتریان از یکدیگر بسیار دشوار می‌شود (محمود باقری و نفیسه شوشی نسب، ص ۹۲). در نتیجه، تفکیک صحیح دارایی‌ها برای محافظت کافی از دارایی‌های مشتریان ضروری است، زیرا «این امر منجر به شفافیت مالکیت و حمایت در برابر توقیف دارایی‌های مشتریان توسط بستانکاران داخلی و بین‌المللی نهادهای واسط یا سایر مشتریانی که دارایی‌های آنها توسط نهاد واسط نگهداری می‌شود، می‌گردد»<sup>۵۶</sup>. بنابراین ضروری است تا امکان نگهداری دارایی‌ها در حساب واحد در درجه اول بررسی شود. در صورت تجویز نگهداری دارایی‌ها در حساب واحد، باید راهکارهای کاهش و رفع ریسک‌های ناشی از اختلاط دارایی‌ها را جستجو نمود.

## ۲-۲- استفاده از دارایی‌های مشتریان

55. Omnibus Account.

56. IOSCO Custody Standards, 2015), available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD512.pdf>.

در آن دسته از سیستم‌های حقوقی که سیستم نگهداری غیر مستقیم دارایی‌ها مورد پذیرش قرار گرفته است، مالکیت به دو نوع «مالکیت قانونی»<sup>۵۷</sup> و «مالکیت ذینفعی»<sup>۵۸</sup> تقسیم می‌شود (محمود باقری و نفیسه شوشی نسب، صفحات ۹۰-۹۴). مالکیت ذینفعی این مجوز را به نهاد واسط می‌دهد تا کنترل-هایی را نسبت به دارایی‌های سرمایه‌گذاران اعمال کند. پر واضح است که عدم وجود مقررات روشن در خصوص قلمرو کنترلی که نهاد واسط می‌تواند نسبت به دارایی‌های مشتریان اعمال نماید، می‌تواند منافع سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک‌های زیادی قرار دهد. برای روشن شدن اهمیت موضوع به صورت مختصر به ورشکستگی شرکت «لیمن برادرز» در جریان بحران مالی سال ۲۰۰۸ اشاره می‌کنیم که به روشنی اهمیت ریسک‌های حقوقی ناشی از استفاده از دارایی‌های سرمایه‌گذاران توسط نهادهای واسط از قبیل کارگزاران، مشاورین سرمایه‌گذاری و به خصوص «کارگزاران ممتاز»<sup>۵۹</sup> را نشان می‌دهد. کارگزاران ممتاز معمولاً «شرکت‌های تأمین سرمایه»<sup>۶۰</sup> یا شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری هستند که خدماتی را به مشتریان خود به ویژه «صندوق‌های پوشش ریسک»<sup>۶۱</sup> ارائه می‌کنند.<sup>۶۲</sup> این خدمات در قراردادی با عنوان «قرارداد کارگزاری ممتاز»<sup>۶۳</sup> میان سرمایه‌گذار و کارگزار اصلی پیش‌بینی می‌شود. این خدمات معمولاً شامل خدمات مربوط به اجرای معاملات، تأمین مالی، تسویه، و «امانتداری»<sup>۶۴</sup> دارایی‌های سرمایه‌گذاران است و ممکن است شامل گزارش سبد دارایی، «قرض‌دهی اوراق»<sup>۶۵</sup>، مدیریت وجوه و خدمات مربوط به ارزش‌های خارجی و اوراق مشتقه باشد (Geoffrey, 2016: 469). از آنجا که استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و حجم معاملات صندوق‌های پوشش ریسک بیشتر از بقیه سرمایه‌گذاران است، این سرمایه‌گذارها برای شرکتهای کارگزاری ممتاز از جذابیت بیشتری برخوردار هستند. به موجب قرارداد و به منظور تضمین ایفای تعهدات سرمایه‌گذار نسبت به وجوه تأمین شده از جانب کارگزار ممتاز، کارگزار تمام دارایی‌های مشتری نزد خود را به رهن می‌گیرد. همچنین به موجب «قرارداد کارگزاری ممتاز»، سرمایه‌گذار این اجازه را به کارگزار ممتاز می‌دهد تا دارایی‌های

57. Legal Ownership.

58. Beneficial Ownership.

59. Prime Brokers.

60. Investment Banks.

61. Hedge Funds.

62. Practical Law The Journal (2010), Trends in Prime Brokerage, 60, available at <https://www.davispolk.com/files/files/Publication/030265d8-47e5-4de9-8a35-656619e6e4aa/Preview/PublicationAttachment/6499d894-1466-4470-866f-6a4af93f322b/njordan.rcolby.practicallaw.article.apr10.pdf>.

63. Prime Brokerage Agreement.

64. Custody.

65. Securities Lending.



وی را (که به عنوان وثیقه نزد کارگزار ممتاز گذاشته شده است) به صندوق‌های پوشش ریسک دیگر قرض داده یا به عنوان وثیقه برای ایفای تعهدات خود کارگزار در برابر اشخاص ثالث مورد استفاده قرار دهد و سود ناشی از این فعالیت را میان خود تقسیم نمایند.<sup>۶۶</sup> اجازه استفاده از دارایی‌ها به کارگزار اصلی بدلیل عدم وجود مقررات سفت و سخت راجع به قلمرو این مجوز در حقوق انگلستان در مقایسه با آمریکا، صندوق‌های پوشش ریسک را در معرض ریسک‌های متعددی از جمله ریسک‌های زیر قرار داد (Klees, 2010: 108). در حقوق انگلستان، مقررات بازار سرمایه، محدودیتی در خصوص سقف استفاده کارگزار از دارایی‌های سرمایه‌گذاران جهت وثیقه‌گذاری برای ایفای تعهدات خود کارگزار تعیین نکرده بود.<sup>۶۷</sup> در نتیجه، کارگزار می‌توانست تمام دارایی‌های متعلق به مشتری را (حتی در صورتی که ارزش آن بیشتر از میزان تعهدات مشتری به کارگزار بود) استفاده نماید.<sup>۶۸</sup> همچنین هنگامی که کارگزار از حق قراردادی خود برای استفاده از دارایی‌های مشتریان جهت وثیقه‌گذاری مجدد استفاده می‌نمود، مالکیت دارایی به کارگزار منتقل می‌شد.<sup>۶۹</sup> علاوه بر این، قراردادهای کارگزاری ممتاز این اجازه را به کارگزار ممتاز می‌داد تا دارایی‌های مشتریان را بدون رضایت صندوق‌ها به شرکت‌های وابسته خود منتقل کند. به موجب این مجوزهای پیش‌بینی شده در قراردادهای کارگزاری، شرکت لیمن برادرز تمام یا اکثر دارایی‌های صندوق‌های پوشش ریسک را به شرکت فرعی «لیمن برادرز» در انگلستان منتقل کرده بود. هنگامی که شرکت «لیمن برادرز» در آمریکا ورشکسته شد، بسیاری از «صندوق‌های پوشش ریسک» در معرض ریسک‌های ناشی از انتقال دارایی‌هایشان به شرکت فرعی «لیمن برادرز» در انگلستان قرار گرفتند. بنابراین، به علت اینکه صندوق‌های پوشش ریسک حقوق مالکانه خود نسبت به دارایی‌هایشان را از دست داده و در ردیف غرمای عادی قرار گرفته بودند، بسیاری از آنها دارایی‌ها و وجوه خود را به موجب قوانین انگلستان از دست دادند.<sup>۷۰</sup>

لذا، یکی از مسائل مهم این است که آیا نهاد واسط می‌تواند دارایی‌های سرمایه‌گذاران را به حساب خود یا مشتریان دیگر مورد استفاده قرار دهد یا نه؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، با چه مکانیزم‌هایی می‌توان منافع سرمایه‌گذاران را حفظ کرد؟ این امر می‌تواند هم در رابطه با قرارداد میان نهاد واسط و سرمایه‌گذاران و هم در رابطه با قراردادهای منعقد شده میان نهاد واسط اصلی و نهاد یا

66. Practical Law The Journal (2010), Trends in Prime Brokerage, at 60.

67. *Id.*

68. *Id.*

69. *Id.*

70. *Id.*

نهادهای واسط فرعی به وجود آید. در خصوص رابطه میان نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی، مسأله این است که آیا نهاد واسط اصلی می تواند حقوقی را به نفع نهاد واسط فرعی مورد شناسایی قرار دهد که طبق آن نهاد واسط فرعی برای مثال مجاز باشد هزینه های نگهداری دارایی های مشتریان را از حقوق متعلق به دارایی ها از قبیل سود سهام کسر نماید؟

### ۲-۳- برون سپاری خدمات امانتداری

منظور از برون سپاری خدمات امانتداری امکان واگذاری تمام یا بخشی از خدمات برعهده گرفته شده توسط نهاد واسط اصلی به نهاد یا نهادهای واسط دیگر (نهاد واسط فرعی) است. در برخی از شرایط و اوضاع و احوال، نهاد واسط اصلی مجبور به نصب نهاد واسط فرعی است. به عنوان مثال، چنانچه صندوق سرمایه گذاری فرانسوی قراردادی با «سیتی بنک»<sup>۷۱</sup> (به عنوان نهاد امین بین المللی) منعقد کرده باشد و بخواهد اوراق مصری خریداری نماید؛ سیتی بنک ممکن است شرکت وابسته ای در مصر که عضو سپرده گذاری مرکزی است، نداشته باشد تا بتواند اوراق سرمایه گذار فرانسوی را نگهداری کند. بنابراین، سیتی بنک مجبور به نصب نهاد واسط فرعی در مصر خواهد بود. نهادهای ناظر معمولاً امکان برون سپاری خدمات دارایی را به صورت کامل منع نمی کنند. این امر هم در بازارهای داخلی و هم در بازارهای بین المللی صادق است. اما بدیهی است که برون سپاری خدمات دارایی ممکن است سرمایه گذاران را در معرض لایه جدیدی از ریسک ها قرار دهد، زیرا نهاد واسط فرعی ممکن است از اعتبار مناسبی در بازار برخوردار نباشد یا قرارداد میان نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی حاوی شروطی باشد که به طور قابل توجهی به زیان سرمایه گذاران تنظیم شده است.<sup>۷۲</sup> در نتیجه، باید دید که نهادهای ناظر چگونه برای کاهش یا رفع این ریسک ها اقدام نموده اند.

### ۳- تاریخچه تنظیم خدمات امانتداری (نگهداری از اوراق و وجوه سرمایه گذاران)

در این بخش، ابتدا تاریخچه تنظیم خدمات امانتداری در کشورهای انگلیس، آمریکا، و هندوستان مورد مطالعه قرار می گیرد. سپس، راه کارهای این نظام های حقوقی برای حل ریسک های حقوقی ناشی از «نگهداری غیر مستقیم دارایی ها»، «اختلاط دارایی ها»، «استفاده از دارایی های مشتریان»، و «برون سپاری خدمات امانتداری» بررسی می شود.

71. Citibank

۷۲. برای ملاحظه مثال اخیر ببینید قضیه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در برابر پیترسون:

Bank Markazi v. Peterson, 578 U.S. \_\_\_\_ (2016), available at [https://www.supremecourt.gov/opinions/15pdf/14-770\\_9o6b.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/15pdf/14-770_9o6b.pdf).

**انگلستان:** خدمات امانتداری در انگلستان برای نخستین بار پس از توسعه قلمرو تعریف «کسب و کار سرمایه‌گذاری»<sup>۷۳</sup> در قانون خدمات مالی ۱۹۸۶<sup>۷۴</sup> به عنوان یک فعالیت تحت نظارت درآمد و طبق آن ارائه خدمات امانتداری منوط به اخذ مجوزهای لازم شد.<sup>۷۵</sup>

در سال ۲۰۰۰، قانون بازارها و خدمات مالی مصوب ۲۰۰۰<sup>۷۶</sup> جایگزین قانون خدمات مالی مصوب ۱۹۸۶ و قانون بانکی مصوب ۱۹۸۷ شد. ساختار اصلی این قانون تا حد زیادی مشابه قانون خدمات مالی مصوب ۱۹۸۶ است؛ به این معنی که یک شخص یا شرکت سرمایه‌گذاری برای اینکه بتواند به «فعالیت تحت نظارت»<sup>۷۷</sup> در حوزه قضایی انگلیس اشتغال ورزد، بایستی مجوزهای لازم را از مراجع ذیصلاح اخذ نموده یا مشمول معافیت گردد (Madeleine and Montagu, 2013: 135). تا سال ۲۰۱۳، شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌بایست مجوزهای لازم را از «مقام خدمات مالی»<sup>۷۸</sup> اخذ می‌کردند. مطابق با مقررات مقام خدمات مالی، تمام نهادهایی که در حوزه قضایی انگلیس به فعالیت‌های تحت نظارت اشتغال داشتند، می‌بایستی مجوزهای لازم را از مقام خدمات مالی اخذ نموده و از مقررات پیش‌بینی شده در «هندبوک‌های»<sup>۷۹</sup> مقام مذکور تبعیت می‌کردند.

هندبوک‌های مقام خدمات مالی متشکل از بخش‌های متعددی بود که به «کتاب‌های مرجع»<sup>۸۰</sup> و «دفترچه‌های راهنما»<sup>۸۱</sup> شهرت داشت؛ و بسته به اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری به چه نوع فعالیت‌هایی اشتغال داشتند، بخش‌های مختلفی ممکن بود بر فعالیت‌های آنها اعمال شود. برخی از بخش‌های هندبوک مانند «استانداردهای برتر»<sup>۸۲</sup> بر تمام نهادهای مالی مشمول قانون قابل اعمال بود؛ در حالی که برخی دیگر از بخش‌ها مانند «کتاب مرجع احتیاطی موقت برای بانکها»<sup>۸۳</sup> دارای قلمرو اعمال خاصی بودند (Madeleine and Montagu, 2013: 135). مهمترین تمهید نظارتی مقام خدمات ملی به ضرورت تفکیک دارایی‌های مشتریان از دارایی‌های خود شرکت مربوط می‌شد (Loader, 2014: 105).

73. Investment Business.

74. Financial Services Act of 1986.

75. Financial Services Act 1986 (Extension of Scope of Act) Order 1996, available at <http://hansard.millbanksystems.com/lords/1996/dec/12/financial-services-act-1986-extension-of>.

76. Financial Services and Markets Act (FSMA).

77. Regulated Activity.

78. Financial Services Authority (FSA).

79. FSA Handbooks.

80. Sourcebooks.

81. Manuals.

82. High Level Standards.

83. Interim Prudential Sourcebook for Banks.

اما متعاقب بحران مالی ۲۰۰۸، قانون خدمات مالی مصوب ۲۰۱۲، مقام جدیدی را برای نظارت بر خدمات مالی پیش‌بینی نمود که هدف از آن محافظت و توسعه اقتصاد انگلستان بود. مقام جدید که به صورت رسمی «مقام رفتار مالی»<sup>۸۴</sup> نامیده می‌شود، در صدد محافظت و تضمین انسجام و یکپارچگی بازار و تنظیم فعالیت‌های شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات مالی به منظور تضمین خدمات منصفانه و رقابت‌پذیر در بازار سرمایه است. در همین راستا، مقام رفتار مالی بیانیه خط‌مشی جدیدی را منتشر نمود که متضمن تغییرات زیادی در خصوص مقررات حاکم بر دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران در «کتاب مرجع دارایی‌های مشتری» (از این پس، کاس)<sup>۸۵</sup> است. این مقررات شامل نهادهای مالی تحت نظارت مانند کارگزاران و مشاوران سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارت دیگر، هر نهاد مالی که به نحوی از انحاء بر دارایی‌ها و وجوه مشتریان تسلط و کنترل دارد ملزم به رعایت این مقررات است (Dossa and Bernard, 2014: 1). اما با توجه به نوع نهاد مالی ممکن است تمام یا بخشی از مقررات کاس بر نهاد مالی ذیربط اعمال شود.

برای مثال، فصل ۶ هندبوک «مقام رفتار مالی» که به «مقررات امانتداری»<sup>۸۶</sup> معروف است بر فعالیت مدیران دارایی و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری از قبیل کارگزاری‌ها، مشاوران سرمایه‌گذاری، و سپرده‌گذاری‌ها مرکزی هنگام نگهداری دارایی‌های غیر نقد مشتریان اعمال می‌شود (Thiede, 2015: 2). اما مقررات فصل ۷ هندبوک «مقام رفتار مالی» با عنوان «مقررات ناظر بر وجوه مشتری»<sup>۸۷</sup> هنگامی بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری اعمال می‌شود که فعالیت‌های تحت نظارت آنها منجر به نگهداری وجوه نقد متعلق به مشتریان می‌شود (Thiede, 2015: 2). همچنین، برخی از مقررات پیش‌بینی شده در کتاب مرجع بر تمام نهادهای مالی قابل اعمال است. یکی از این اصول اصل شماره ۱۰ کتاب مرجع مربوط به «اصول حاکم بر کسب و کار»<sup>۸۸</sup> است که در مقام بیان قاعده کلی حاکم بر وظایف نهادهای مالی از جمله نهادهای امین در محافظت از دارایی‌های مشتریان است. به موجب اصل مذکور «یک شرکت باید هنگامی که مسئول دارایی‌های مشتری است، ترتیباتی را برای محافظت کافی از دارایی‌های مزبور معمول دارد»<sup>۸۹</sup> این قاعده در خصوص هر دو دارایی نقد و غیر نقد مشتری

84. Financial Conduct Authority.

85. Client Asset Sourcebook (CASS).

86. Custody Rules.

87. Client Money Rules.

88. FCA PRIN Principles for Businesses.

89. Article 2.1.1.10 of FCA Handbook PRIN sets out "A firm must arrange adequate protection for client's assets when it is responsible for them."

نزد نهاد اعمال می‌شود. اما مقررات تفصیلی در خصوص محافظت از دارایی‌های غیر نقد و نقد به ترتیب در فصول ۶ و ۷ هندبوک پیش‌بینی شده است.

**آمریکا:** بررسی شد که با توجه به مقررات موجود و رویه محاکم، نظام حقوقی آمریکا از امانتداری و نهاد امین بیشتر به وجود «یک رابطه حقوقی مشخص» توجه دارد. رویه قضایی ایالت‌های آمریکا در خصوص ماهیت حقوقی این رابطه اختلاف دارند و برخی آن را به عنوان رابطه تراستی و برخی دیگر به عنوان رابطه نمایندگی و ودیعه توصیف می‌کنند. البته ماهیت این رابطه حقوقی ممکن است بر حسب مورد در رابطه با دارایی‌های نگهداری شده نزد بانک، مشاوران سرمایه‌گذاری، و کارگزاری‌ها متفاوت باشد (Klees, 2010: 114). در هر صورت قبول هر یک از این دیدگاه‌ها آثار متفاوتی به همراه دارد. برای مثال، برخلاف نمایندگی و ودیعه، ایجاد تراست معمولاً مستلزم انتقال مالکیت حقوقی به تراستی است. تراست و نمایندگی به ایجاد «وظیفه مراقبت»<sup>۹۰</sup> منجر می‌شود، اما ودیعه دارای چنین اثری نیست. همچنین، به موجب تراست، تراستی اختیارات وسیعی برای تصمیم‌گیری در خصوص موضوع تراست به دست می‌تواند بیاورد، در حالی که نماینده باید در چارچوب تعیین شده و مُستودع بر مبنای دستورالعمل دریافتی از مودع اقدام کند (Klees, 2010: 111).

در هر صورت، به دشواری می‌توان گفت که در آمریکا نهاد امین یک نهاد مالی مستقل محسوب می‌شود. بنابراین، ارائه خدمات امانتداری منوط به اخذ مجوز مستقل نیست و توسط نهادهای مالی موجود (غالباً بانک‌ها و گاهاً کارگزار-معامله‌گران) ارائه می‌شود. در این نظام حقوقی، مقررات امانتداری در یک معنای مضیق و در یک معنای موسع مورد استفاده قرار گرفته است. در معنای مضیق، منظور از مقررات امانتداری، شروط حاکم بر «قرارداد امانتداری»<sup>۹۱</sup> میان نهاد امین (غالباً بانک) با صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ارائه خدمات امانتداری است.<sup>۹۲</sup> لذا مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار درصدد تنظیم شروط حاکم بر رابطه قراردادی میان تراستی صندوق و امانتدار صندوق است.<sup>۹۳</sup> در معنای موسع، منظور از آن مقرراتی است که بر فعالیت نهادهای مالی مختلف (از قبیل مشاورین سرمایه‌گذاری، کارگزار-معامله‌گران و بانکها) هنگامی که به نحوی از انحاء بر دارایی‌های سرمایه‌گذاران تسلط و کنترل دارند، حاکم می‌باشد (در واقع مقررات مبتنی بر حمایت از سرمایه‌گذاران هستند نه مبتنی بر نهاد مالی امین). هدف از این مقررات کاهش یا رفع ریسک‌های ناشی

90. A Fiduciary Duty.

91. Custodianship Agreement

92. See SEC. 17. [80a-17]9(f)(1), Investment Company Act of 1940, available at <https://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20OF%201940.pdf>.

۹۳. البته ممکن است که بانک هم به عنوان تراستی و هم به عنوان نهاد امین صندوق سرمایه‌گذاری عمل نماید.

از ورشکستگی، سوء استفاده، و سرقت دارایی‌های سرمایه‌گذاران توسط نهادهای مالی واسطه است. ماهیت و قلمرو این مقررات از یک نهاد مالی به نهاد مالی دیگر متفاوت است.<sup>۹۴</sup> برای مثال، از آنجایی که یکی از علل اصلی بحران مالی سال ۲۰۰۸ از سوء رفتارهای شرکت «لیمن برادرز»<sup>۹۵</sup> به عنوان شرکت مشاور سرمایه‌گذاری ناشی شده بود، کمیسیون بورس و اوراق بهادار به صورت مداوم از تاریخ ۲۰۰۸ تا کنون مقررات امانتداری حاکم بر فعالیت مشاورین سرمایه‌گذاری را بازبینی و اصلاح نموده است. در واقع، مقررات امانتداری حاکم بر فعالیت مشاورین سرمایه‌گذاری برای اولین بار در سال ۱۹۴۰ در بخش ۲۲۳ «قانون مشاوران سرمایه‌گذاری»<sup>۹۶</sup> پیش‌بینی شده بود.<sup>۹۷</sup> در سال ۱۹۶۲، کمیسیون بورس و اوراق بهادار به موجب اختیار اعطاء شده از طرف کنگره مقرر ۲-۲۰۶(۴) را تصویب نمود که به موجب آن مشاوران سرمایه‌گذاری ملزم شدند تا وجوه متعلق به مشتریان را نزد بانک در حسابی به نام مشاور سرمایه‌گذاری (به عنوان نماینده یا تراستی) سپرده نمایند تا سرمایه‌گذاران را از ریسک ورشکستگی مشاور سرمایه‌گذاری محافظت نماید (Howes, 2017: 19). این مقررات در سال‌های ۲۰۰۳،<sup>۹۸</sup> ۲۰۰۹، و ۲۰۱۷<sup>۹۹</sup> مجدد مورد اصلاح و بازنگری قرار گرفت. از جمله مهمترین اصلاحات می‌توان به تکلیف مشاور سرمایه‌گذاری در نگهداری دارایی‌های سرمایه‌گذاران نزد نهاد امین واجد شرایط (معمولاً بانک یا کارگزار-معامله‌گر)، مطلع ساختن سرمایه‌گذاران از نام نهاد امین و تغییرات بعدی در قرارداد امانتداری، و ضرورت انجام سالانه «بازبینی سرزده»<sup>۱۰۰</sup> دارایی‌های نگهداری شده نزد نهاد امین اشاره کرد (Howes, 2017: 20).

اما مقررات امانتداری حاکم بر فعالیت کارگزار-معامله‌گران در قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار پیش‌بینی شده است. به طور خلاصه، کارگزار-معامله‌گرانی که از دارایی‌های نقد و غیر نقد سرمایه‌گذاران نگهداری می‌کنند ملزم به

۹۴. بدیهی است که این مقررات تنها منبع حقوق و تعهدات نهادهای مالی در محافظت از حقوق سرمایه‌گذاران نبوده و مکمل حقوق و وظایف ناشی از حقوق عرفی است.

95. Lehman Brothers.

96. Investment Advisors Act of 1940, available at <https://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Advisers%20Act%20Of%201940.pdf>.

97. Section 223 of Investment Advisors Act 1940.

98. SEC Release No. IA-2176; File Number. S7-28-02.

99. Investment Adviser Association, SEC Staff No-Action Letter (February 21, 2017), available at:

<https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2017/investment-advise>.

100. Surprise Verification.

رعایت شرایط زیر هستند: الف) «شرط سرمایه خالص»<sup>۱۰۱</sup> که کارگزار-معامله‌گر را ملزم می‌کند تا در برابر هر دلار مسئولیت، بیش از یک دلار دارایی با نقدینگی بالا داشته باشد. ب) مقرره مربوط به تفکیک دارایی‌ها<sup>۱۰۲</sup>، مقرره شمارش فصلی اوراق<sup>۱۰۳</sup>، و مقرره مربوط به ارسال صورت حساب<sup>۱۰۴</sup>. لازم به ذکر است که مقررات حاکم بر فعالیت کارگزار-معامله‌گران پس از بحران مالی ۲۰۰۸ نیز چندان تغییر نکرده است و علت آن این است که حمایت‌های لازم برای حفاظت از حقوق سرمایه-گذاران در مقررات امانتداری حاکم بر فعالیت کارگزار-معامله‌گران پیش‌بینی شده بود. مقررات امانتداری حاکم بر فعالیت بانک‌ها نیز متفاوت بوده که بررسی آن خارج از قلمرو موضوع مقاله حاضر است.

**هندوستان:** قانونگذار هندوستان برای نخستین بار در سال ۱۹۹۶ مقررات حاکم بر فعالیت نهادهای امین را تدوین نمود. این قانون در سال ۲۰۰۶ برای دو بار مورد اصلاح و بازنگری قرار گرفت.<sup>۱۰۵</sup> مجدداً در سال ۲۰۰۸ قانونگذار اصلاحاتی را بر این مقررات انجام داد.<sup>۱۰۶</sup> مقررات سبی تا سال ۲۰۰۸ بیشتر جنبه شکلی داشته و به مسائلی مانند هزینه‌های ثبت و اخذ مجوز و تمدید آن و هزینه‌های قابل پرداخت به نهادهای امین را تحت پوشش قرار می‌داد. اما مقررات سبی در سال‌های ۲۰۱۴، ۲۰۱۷، و ۲۰۱۹<sup>۱۰۷</sup> به صورت اساسی و در واکنش به بحران مالی ۲۰۰۸ مورد بازنگری قرار گرفت که حاوی مقررات ماهوی در خصوص مقررات حاکم بر اختلاط دارایی‌ها، ضرورت تفکیک دارایی‌ها، و شرایط حاکم بر برون‌سپاری، و مسائل مهم دیگر است.

101- Net Capital Rule (SEC Rule 15c3-1).

102- Customer Protection Rule (SEC Rule 15c3-3).

103- Quarterly Security Count Rule ( SEC Rule 17a-13).

104- Account Statement Rule, see the last update at <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-141>.

105- Securities and Exchange Board Of India (Custodian Of Securities) (Amendment) Regulations, 2006, available at [https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commndocs/custodianregu\\_h.html](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/commndocs/custodianregu_h.html); Securities and Exchange Board Of India (Custodian Of Securities) (Second Amendment) Regulations, 2006, available at [https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commndocs/custodianregu\\_h.html](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/commndocs/custodianregu_h.html).

106- SEBI (Payment of Fees) (Amendment) Regulations, 2008, available at [https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commndocs/feesreg\\_p.pdf](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/commndocs/feesreg_p.pdf).

107- See SEBI (Custodian of Securities) Regulations 1996 [Last amended on March 22, 2019], available at [https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/apr-2017/sebi-custodian-of-securities-regulations-1996-last-amended-on-march-22-2019-\\_34729.html](https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/apr-2017/sebi-custodian-of-securities-regulations-1996-last-amended-on-march-22-2019-_34729.html).

در بخش‌های زیر نحوه واکنش نظام‌های حقوقی انگلستان، آمریکا، و هندوستان از منظر ریسک‌های حقوقی فوق مورد تدقیق قرار گرفته است.

### ۳-۱- الزام مربوط به تفکیک دارایی‌ها

نگهداری غیر مستقیم اوراق بهادار در حساب واحد به علت مزایای عملیاتی زیاد امری بسیار رایج در بازارهای سرمایه است. تمام نظام‌های حقوقی مورد مطالعه نگهداری دارایی‌ها در حساب واحد را تجویز نموده‌اند، اما آن را منوط به رعایت شرایط خاصی کرده‌اند. به طور کلی، این شرط را می‌توان در اصل ضرورت تفکیک دارایی‌های نقد و غیرنقد مشتریان خلاصه کرد (Laurenson, 2013: 12). این اصل در رابطه میان مشتری و نهاد واسط و همچنین در رابطه میان نهاد واسط اصلی و نهاد/نهادهای واسط فرعی حاکم است.

**انگلستان:** مقررات کاس<sup>۱۰۸</sup> امکان نگهداری دارایی‌های مشتریان در «حساب اتوبوسی» را منع نمی‌کند. اما، آن را منوط به رعایت شرایطی نموده است. به عنوان مثال، سرمایه‌گذار باید به صورت کتبی مجوز نگهداری دارایی‌های خود در حساب اتوبوسی را به نهاد واسط داده باشد و نهاد واسط دارای سیستم‌هایی باشد که نگهداری دارایی‌های تنها آن دسته از سرمایه‌گذارانی که به صورت کتبی به چنین امری رضایت داده‌اند را تضمین کند. قانونگذار انگلستان مقررات مفصل و جامعی برای اجرای اصل تفکیک دارایی‌ها پیش‌بینی نموده است که در دیگر نظام‌های مورد مطالعه قابل ملاحظه نیست. برای نمونه، ماده ۶-۹-۹ کاس تفکیک دارایی‌های مشتریان را مستلزم ایجاد و نگهداری رویه‌هایی در رابطه با (الف) دفعات و روش‌های بررسی و تطبیق دارایی‌ها، (ب) تعداد انجام دفعات مرور ترتیبات موجود، و (ج) «حل مغایرت‌ها و جبران کاستی‌ها»<sup>۱۰۹</sup> کرده است. رویه‌های مورد نظر قانونگذار شامل «بررسی‌های داخلی سوابق امانتداری»<sup>۱۱۰</sup>، «تطبیق داخلی امانتداری»<sup>۱۱۱</sup>، «ارزیابی سیستم داخلی»<sup>۱۱۲</sup>، «تطبیق فیزیکی دارایی‌ها»<sup>۱۱۳</sup>، و «تطبیق خارجی امانتداری»<sup>۱۱۴</sup> می‌شود.

**آمریکا:** بخش ۲۲۳ قانون مشاوران سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰، امکان نگهداری دارایی‌های مشتریان در حساب واحد را صریحاً رد یا تأیید نمی‌کند. از این سکوت، برخی از نویسندگان امکان

108. FCA Custody Rules: Articles 6.4.1 and 6.4.2.

109. The Resolution of Discrepancies and Treatment of Shortfalls.

110. Internal Custody Record Checks.

111. Internal Custody Reconciliation.

112. The Internal System Evaluation.

113. Physical Assets Reconciliation.

114. External Assets Reconciliation.



ادغام دارایی‌های مشتریان و نگهداری آنها در حساب واحد را نتیجه گرفته‌اند، اما امکان نگهداری اوراق در حساب اتوبوسی را منوط به «ایجاد حساب‌های فرعی»<sup>۱۱۵</sup> برای هر یک از مشتریان دانسته‌اند. البته هنگامی که مشتری نهاد واسط، مشاور سرمایه‌گذاری «طرح سرمایه‌گذاری جمعی»<sup>۱۱۶</sup> است و یا هنگامی که مشاور سرمایه‌گذاری از «روش حسابرسی»<sup>۱۱۷</sup> برای نگهداری دارایی‌های مشتریان استفاده می‌کند، شرط ایجاد حساب‌های فرعی اعمال نمی‌شود (Laurenson, 2013: 12-20). اما هنگامی که مشاور سرمایه‌گذاری از روش حسابرسی برای نگهداری اوراق استفاده کند، باید پس از بررسی‌های لازم، مبنای معقولی بر وجود توانایی نهاد امین جهت ارسال دوره‌ای صورت حساب به سرمایه‌گذاران را (حدقل سه ماه یکبار)، داشته باشد (Laurenson, 2013: 12). سند تفسیری کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز مشاور سرمایه‌گذاری را ملزم نموده است تا هنگام نگهداری دارایی‌های مشتری نزد نهاد امین بین‌المللی از توانایی نهاد امین فرعی نسبت به تفکیک دارایی‌های مشتریان از دارایی‌های خود اطمینان حاصل کند.<sup>۱۱۸</sup> ضرورت تفکیک دارایی‌های نقد و غیرنقد سرمایه‌گذاران توسط کارگزار-معامله‌گران نیز صریحاً در مقرر کمیسیون بورس و اوراق بهادار در رابطه با قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ پیش‌بینی شده است.<sup>۱۱۹</sup> در نتیجه با الزام کارگزار-معامله‌گران به تفکیک دارایی‌های سرمایه‌گذاران، قانونگذار کارگزار-معامله‌گر را از استفاده از دارایی‌های سرمایه‌گذاران برای فعالیت-های تجاری مالکانه خود کارگزار-معامله‌گر منع نموده است (Hazen, 2011:35). اما کارگزار-معامله‌گر تکلیفی به ارسال گزارش مربوط به دارایی‌های نگهداری شده نزد خود به سرمایه‌گذاران ندارد، اگر چه طرفین ممکن است در قرارداد کارگزاری چنین توافقی را نموده باشند (Fabien and Danial, 2017: 3). اما باید توجه داشت با توجه به اینکه مطابق قانون، کارگزار-معامله‌گران باید عضو حداقل یک نهاد خود انتظام باشند، این نهادها معمولاً مقرراتی پیش‌بینی کرده‌اند که کارگزار-معامله‌گر را به ارسال دوره‌ای (حداقل هر چهار ماه یکبار) صورت حساب اوراق و وجوه نقد به سرمایه‌گذاران ملزم می‌کنند.<sup>۱۲۰</sup>

**هندوستان:** به طرز مشابهی قانونگذار هندوستان در ماده ۱۶ سبی مقرر کرده است که نهاد امین باید در دفاتر خود حساب جداگانه‌ای به اسم هر یک از مشتریان افتتاح کند و نباید دارایی‌های مشتریان

115. Sub-accounts.

116. Pooled Investment Vehicle.

117. Audit Approach.

118. SEC Release No. IA-2176; File Number. S7-28-02.

119. SEC Rule 15c3-3 of the Exchange Act of 1934.

120. See the SEC website at <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-141>.

را با هم مخلوط نماید. برای رعایت اصل تفکیک دارایی‌های مشتریان، نهاد امین باید کنترل‌های داخلی کافی برای جلوگیری از دستکاری سوابق و مدارک مانند سوابق مربوط به حسابرسی اوراق و حقوق و منافع تعلق گرفته به آنها را داشته باشد.<sup>۱۲۱</sup> همچنین به موجب ماده ۱۳ سی، در مواردی که نهاد امین در کنار فعالیت‌های امانتداری به فعالیت‌های دیگری نیز اشتغال دارد، باید فعالیت‌های امانتداری را از دیگر فعالیت‌های خود تفکیک نماید. علاوه بر این، کارکنان و خدمه نهاد امین که در ارائه خدمات امانتداری مشغول هستند نباید در فعالیت‌های دیگر نهاد امین مشارکت داشته باشند.<sup>۱۲۲</sup>

### ۳-۲- الزام مربوط به ضبط و ثبت عنوان حقوقی

یکی از مسائل بسیار مهم در خصوص نگهداری دارایی‌های سرمایه‌گذاران تعیین شخص یا نهادی است که مالکیت اوراق بهادار یا حساب‌های مربوط به وجوه تعلق گرفته به دارایی‌های مذکور باید به اسم وی ثبت شود. رویکرد نظام‌های حقوقی در این ارتباط واحد نبوده و تفاوت‌های زیادی میان آنها وجود دارد. در تعدادی از نظام‌های حقوقی مانند انگلیس و آمریکا ثبت مالکیت اوراق بهادار به اسم خود نهاد واسط وجود دارد. در نظام‌های حقوقی مذکور مالکیت به دو نوع مالکیت قانونی و مالکیت ذینفعی تقسیم می‌شود و در صورتی که مالکیت قانونی به اسم نهاد واسط ثبت می‌شود، سرمایه‌گذاران همچنان مالک ذینفعی اوراق بهادار و حساب‌های مربوط به وجوه تعلق گرفته به دارایی‌های مذکور باقی می‌مانند. این دسته از نظام‌های حقوقی پس از بحران مالی ۲۰۰۸، به طرق مختلف تلاش نموده‌اند تا ریسک‌های ناشی از ثبت عنوان حقوقی به اسم غیر از سرمایه‌گذار را به طرق مختلف کاهش داده یا از بین ببرند.

**انگلستان:** مقررات کاس، ابتدا به چند قاعده کلی تصریح نموده و در ادامه به تفصیل مقررات مربوطه پرداخته است. ماده (R) ۶-۲-۱ مقرر داشته است که نهاد واسط باید هنگام «نگهداری دارایی‌های موضوع امانتداری ترتیبات لازم را به منظور محافظت از حقوق مالکانه مشتری به خصوص هنگام ورشکستگی نهاد امین اتخاذ نماید». در تکمیل این اصل، ماده ۲-۲-۶، اصل کلی دیگری پیش‌بینی نموده است که طبق آن نهاد واسط «باید ترتیبات سازمانی مناسب برای کاهش ریسک ناشی از تلف یا کاهش ارزش دارایی‌ها به علت سوء استفاده از آنها، تقلب، مدیریت ضعیف و نگهداری ناکافی سوابق یا تقصیر را به کار بندد». مقررات کاس تلاش نموده است این قواعد کلی را در رابطه با ثبت عنوان حقوقی مالکیت اوراق بهادار و وجوه تعلق گرفته به آنها با اولویت دادن به ثبت عنوان حقوقی

121. SEBI's Custody Rules: Article 18 (2019 Amendment).

122. SEBI's Custody Rules: Article 13 and Article 16 (2019).

به اسم سرمایه‌گذار عملیاتی سازد. ماده (۱)(R) ۶-۲-۱، اولویت را به ثبت عنوان مالکیت دارایی‌ها به اسم خود سرمایه‌گذار داده است؛ اما اظهار شده است به علت این که اوراق بهادار توسط زنجیره‌ای از واسطه‌ها نگهداری می‌شود، در عمل ثبت عنوان حقوقی به اسم خود سرمایه‌گذار بسیار نادر است (Madeleine and Montagu, 2013: 515). بنابراین، این ماده اشخاص دیگری را نیز مشخص نموده است که در صورت تحقق شرایط پیش‌بینی شده در قانون امکان ثبت عنوان مالکیت حقوقی به اسم آنها وجود خواهد داشت.

**آمریکا:** قانونگذار امکان نگهداری اوراق سرمایه‌گذاران در حساب اتوبوسی را به رسمیت شناخته است. در رابطه با مشاورین سرمایه‌گذاری، قانونگذار مشاور سرمایه‌گذاری را ملزم نموده است تا اوراق را نزد نهاد امین واجد شرایط به عنوان نماینده یا تراستی سرمایه‌گذاران ثبت نماید. در چنین وضعیتی، مشاور سرمایه‌گذاری باید سرمایه‌گذاران را به محض افتتاح حساب از نام نهاد امین و تغییرات احتمالی در قرارداد امانتداری مطلع نماید. مشاور سرمایه‌گذاری همچنین باید پس از انجام بررسی‌های مقتضی به این باور معقول برسد که نهاد امین واجد شرایط صورت حساب دارایی را حداقل هر سه ماه یکبار به سرمایه‌گذاران ارسال می‌کند. خود مشاور سرمایه‌گذاری نیز ملزم است دارایی‌های مشتریان نزد نهاد امین واجد شرایط را به صورت سالانه و سرزده و با استفاده از حساب‌برسان قسم خورده بررسی نماید (Howes, 2017: 20). نهاد امین واجد شرایط (که غالباً بانک‌ها و گاه‌ها کارگزار-معامله‌گران هستند) باید دارایی‌های سرمایه‌گذاران را به نام و در حساب متعلق به هر یک از سرمایه‌گذاران نگهداری نماید و یا به نام مشاور سرمایه‌گذاری (به عنوان نماینده یا تراستی) در حساب‌هایی که فقط حاوی دارایی‌های متعلق به مشتریان مشاور سرمایه‌گذاری است نگهداری کند.<sup>۱۲۳</sup>

**هندوستان:** ماده ۱۶ سبی امکان نگهداری اوراق بهادار متعلق به سرمایه‌گذاران را فقط در حساب‌های جداگانه و به اسم هر یک از مشتریان تجویز نموده است و در خصوص امکان ثبت عنوان مالکیت به اسم شخصی غیر از نهاد امین ساکت است و علت آن به نظر ممنوعیت واگذاری خدمات امانتداری طبق ماده ۱۵ سبی است.<sup>۱۲۴</sup>

123. SEC Rule 206(4)-2(1).

124. SEBI's Custody Rules: Article 15 and Article 16 (2019 Amendment).

### ۳-۳- شرایط حاکم برون سپاری خدمات

رابطه مستقیم میان ناشر و سرمایه گذار دیگر موضوعیت نداشته و معمولاً زنجیره‌ای از واسطه‌ها<sup>۱۲۵</sup> میان ناشر و سرمایه گذار وجود دارد (Madeleine and Montagu, 2013: 506). به اعتقاد برخی از حقوقدانان، افزایش واسطه‌ها منجر به کاهش ارزش دارایی‌های متعلق به سرمایه گذاران شده است، زیرا حقوق اعطاء شده توسط ناشر سقف حقوق شناخته شده برای سرمایه گذار محسوب می‌شود، در حالی که حضور نهادهای واسط متعدد میان ناشر و سرمایه گذار نه تنها بر حقوق شناخته شده توسط ناشر چیزی نمی‌افزاید، بلکه به طرق مختلف با قرار دادن سرمایه گذاران در معرض لایه‌های مختلفی از ریسک‌ها منجر به کاهش ارزش دارایی‌های سرمایه گذاران می‌شود (Micheler, 2015: 505-507). به عنوان مثال، در فقدان مقررات نظارتی، رویه غالب بازار این است که نهادهای امین اختیارات وسیعی برای برون سپاری خدمات و توافق با نهادهای واسط فرعی منطبق با شروط رایج بازار یا شروط تحمیلی نهاد واسط فرعی دارند. هنگامی که سرمایه گذاران در قرارداد خود با نهاد واسط اصلی رضایت خود را به برون سپاری خدمات اعلام می‌کنند، فرض می‌شود که نسبت به اندراج هرگونه شرط مورد توافق میان نهاد واسط اصلی و نهاد/نهادهای واسط فرعی نیز رضایت داده‌اند (Madeleine and Montagu, 2013: 520-525).

برون سپاری خدمات هم در عرصه داخلی و هم در عرصه بین‌المللی موضوعیت می‌یابد. به عنوان مثال، در عرصه داخلی، ارائه‌کننده خدمات امانتداری ممکن است توانایی یا صلاحیت ارائه خدمات بانکی را نداشته و در نتیجه مجبور به برون سپاری بخشی از خدمات امانتداری به نهاد واسط فرعی شود. در عرصه بین‌المللی، نهاد واسط اصلی ممکن است به دلیل عدم امکان عضویت مستقیم در سپرده گذاری مرکزی کشور میزبان مجبور به برون سپاری خدمات خود به یک نهاد واسط فرعی شود. در هر صورت، انتخاب نهاد واسط فرعی غیر صالح هم از نظر فنی و هم از نظر مقررات نظارتی ممکن است سرمایه گذاران را در معرض ریسک‌های غیر قابل پیش‌بینی قرار دهد. حتی در صورتی که ریسک‌های موجود قابل پیش‌بینی باشند، ممکن است برخی از سرمایه گذاران برداشت درست و کاملی از ماهیت ریسک‌ها نداشته باشند. به عنوان مثال، در قضیه پیترسون در برابر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک مرکزی اوراق قرضه آمریکایی را از طریق نهاد امین بین‌المللی

۱۲۵. البته اخیراً فناوری جدیدی با عنوان تکنولوژی بلاکچین معرفی شده است که در صدد حذف واسطه‌های مالی و حقوقی در بازار سرمایه و بازار پول است.

«کلیراستریم»<sup>۱۲۶</sup> خریداری نموده بود. متعاقباً کلیراستریم نیز حسابی نزد «سیتی بنک نیویورک»<sup>۱۲۷</sup> باز کرده بود که اصل و بهره اوراق در آن حساب سپرده شده بود. در نتیجه اقامه دعوا در محاکم آمریکا برای خسارات ناشی از تروریسم، دارایی‌های مذکور توسط آمریکا توقیف شد. با بررسی قرارداد و ریسک‌های حقوقی آن، از این قضیه می‌توان این استنباط را کرد که بانک مرکزی برداشت درستی از این واقعیت نداشته است که خرید اوراق آمریکایی از طریق نهاد واسط مستقر در اروپا ممکن است نهایتاً به نگهداری اوراق توسط نهاد امین فرعی در آمریکا و صلاحیت محاکم آمریکا در رسیدگی به اختلافات مربوط به دارایی‌های مذکور شود.<sup>۱۲۸</sup>

مسأله برون‌سپاری خدمات امانتداری به خصوص با در نظر گرفتن ماهیت قراردادی رابطه نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی و اصل نسبی بودن قرارداد ممکن است اجرای مستقیم حقوق سرمایه‌گذاران علیه نهادهای امین فرعی را با مشکل مواجه سازد. ریسک‌های مذکور به عنوان مصادیقی از ریسک‌های ناشی از برون‌سپاری خدمات بیانگر این است که چگونه برون‌سپاری خدمات می‌تواند حقوق و منافع سرمایه‌گذاران را در معرض خطر قرار دهد. بنابراین، باید بررسی کرد که آیا نظام‌های حقوقی در وهله اول امکان برون‌سپاری خدمات را به رسمیت می‌شناسند یا نه؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، باید دید که تحقق چه شرایطی برای برون‌سپاری خدمات امانتداری ضروری است؟ و اینکه آیا این شروط برای برون‌سپاری خدمات در عرصه داخلی و بین‌المللی یکسان است؟

**انگلستان:** مقررات کاس از دو طریق در صدد کاهش ریسک‌های ناشی از برون‌سپاری خدمات امانتداری است. اولاً تحقق برخی شرایط برای انتقال تمام یا بخشی از خدمات امانتداری ضروری است. ثانیاً در صورت تحقق شرایط انتقال، انتقال خدمات منوط به درج شروط مشخص در قرارداد میان نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی است. انتقال تمام یا بخشی از خدمات امانتداری منوط به این است که نهاد واسط اصلی در انتخاب، نصب، و بررسی دوره‌ای نهاد واسط فرعی مبنی بر توانایی نگهداری دارایی‌های موضوع امانتداری، مهارت و دقت و سخت‌کوشی لازم را به کار برده باشد.<sup>۱۲۹</sup> در انجام این وظیفه، توجه به «تخصص و شهرت بازاری»<sup>۱۳۰</sup> نهاد واسط فرعی و شرایط حقوقی و رویه‌های

126. Clearstream.

127. Citibank NY.

۱۲۸. از هومن ثابتی از بابت اشاره به این نکته سپاسگزارم. برای مطالعه کامل رأی رک به:

Peterson v. Islamic Republic of Iran, 15-0690 (2d Cir. 2017)

129. CASS: Article 6.3.1(R)(1).

130. The Expertise and Market Reputation.

عملی که ممکن است حقوق سرمایه‌گذاران را در معرض خطر قرار دهد، ضروری است.<sup>۱۳۱</sup> اجرای تعهدات نهاد واسط فرعی در مقابل نهاد واسط اصلی، اعتبار نهاد واسط فرعی و سایر فعالیت‌های نهاد واسط فرعی با اشخاص ثالث، سرمایه و منابع مالی نهاد واسط فرعی، داشتن مجوزهای قانونی، و زیرساخت‌های موجود برای نگهداری و محافظت از دارایی‌های سرمایه‌گذاران از جمله معیارهایی است که می‌تواند نهاد واسط اصلی را در انتخاب نهاد امین فرعی یاری کند.<sup>۱۳۲</sup> برون‌سپاری خدمات امانتداری به نهاد امین بین‌المللی منوط به این است که خدمات امانتداری در حوزه قضایی مربوطه تحت نظارت قانونگذار بوده و نهاد واسط فرعی دارای مجوز فعالیت امانتداری است.<sup>۱۳۳</sup> البته این قاعده با استثنائاتی نیز همراه است.<sup>۱۳۴</sup> به عنوان مثال، چنانچه مشتری به عنوان «مشتری حرفه‌ای»<sup>۱۳۵</sup> تلقی شود و به صورت کتبی رضایت خود مبنی بر انتقال تمام یا بخشی از خدمات امانتداری به حوزه قضایی مربوطه را داده باشد، تحت نظارت بودن فعالیت امانتداری در حوزه قضایی مربوطه لازم نخواهد بود.<sup>۱۳۶</sup> شکل انتقال تمام یا بخشی از خدمات امانتداری منحصر به قرارداد کتبی شده است. این قرارداد باید حداقل حاوی شروطی مبنی بر خدمات موضوع قرارداد، تصریح به عدم مالکیت نهاد واسط فرعی نسبت به دارایی‌های سرمایه‌گذاران، تصریح به شرایطی که در صورت تحقق آنها امکان برداشت از حساب مشتری توسط نهاد واسط فرعی وجود دارد، و قلمرو مسئولیت نهاد واسط فرعی در صورت ورود خسارت به دارایی‌های مشتریان به علت تقلب، نقض عمدی یا تقصیر نهاد واسط فرعی یا نماینده منصوب وی باشد.<sup>۱۳۷</sup>

**آمریکا:** قانون مشاوران سرمایه‌گذاری و سند تفسیری کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا نیز امکان برون‌سپاری خدمات امانتداری را منع نمی‌کند. اما مشاور سرمایه‌گذاری را ملزم می‌کند تا هنگام انتخاب و نصب نهاد واسط فرعی خارجی «مبنای معقولی برای تصمیم خود مبنی بر اینکه نهاد خارجی حمایت‌های مشابه با نهاد امین واجد شرایط آمریکایی در خصوص دارایی‌های مشتری را اعطاء خواهد کرد، داشته باشد یا هرگونه ریسک اساسی در رابطه با نگهداری دارایی‌های مشتری نزد نهاد امین خارجی را به صورت کامل به مشتری افشاء نماید».<sup>۱۳۸</sup>

- 
131. CASS: Article 6.3.1(R)(3)(b).  
 132. CASS: Article 6.3.2(G) CASS, and Article 6.3.2(G)(7).  
 133. CASS: Article 6.3.4(R)(1).  
 134. CASS: Article 6.3.4(R)(2)(a).  
 135. A Professional Client.  
 136. CASS: Article 6.3.4(R)(2)(b).  
 137. CASS: Article 6.3.4B(G)(1)(4)(7).  
 138. SEC Interpretive Release Amended Rule 206 (4)-2(c)(3)(iv).

**هندوستان:** مقررات سبی برون سپاری خدمات امانتداری را تنها در صورتی تجویز می کند که شخص یا نهاد امین فرعی انتخابی خود نهاد امین باشد.<sup>۱۳۹</sup> به نظر می رسد که مقررات مذکور چنین فرض نموده است که چنانچه شخص یا نهاد مالی مورد انتخاب خود نهاد امین باشد، حمایت های یکسان با حمایت های ارائه شده توسط نهاد امین اصلی را ارائه خواهد کرد. شاید چنین فرضی در قلمرو بازار سرمایه هندوستان صادق باشد ولی این امر در رابطه با نهاد یا نهاد های امین فرعی خارجی صادق نخواهد بود.<sup>۱۴۰</sup> شکل انعقاد قرارداد نیز منحصر به شکل کتبی است. مقررات سبی به شروطی که باید در قرارداد امانتداری درج شود نیز تصریح نموده است<sup>۱۴۱</sup>، اما برخلاف مقررات کاس، این شروط جنبه تمثیلی نداشته و منحصر به موارد مصرح در قانون است.

### ۳-۴- کنترل دارایی های مشتریان

برداشت از حساب سرمایه گذار و استفاده از دارایی های موضوع امانتداری توسط نهاد مالی واسط یکی دیگر از مهمترین ریسک های حقوقی موجود در خدمات امانتداری است. البته صرف دسترسی و کنترل حساب های مشتری الزاماً به معنای سوء استفاده از آنها نیست، زیرا استفاده از دارایی ها می تواند به منظور تهاثر<sup>۱۴۲</sup> با هزینه های ناشی از نگهداری دارایی های موضوع امانتداری باشد. مصادیق دیگر استفاده از دارایی های سرمایه گذاران شامل اعمال حق رهن<sup>۱۴۳</sup> و حق حفظ مالکیت<sup>۱۴۴</sup> نسبت به وجوه تعلق گرفته به دارایی های سرمایه گذاران است. بنابراین، سؤال مطروح این است که آیا نهاد مالی واسط می تواند کنترلی نسبت به دارایی های موضوع امانتداری داشته باشد؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، حدود و ثغور چنین کنترلی چقدر است؟ بدیهی است که سؤالات مذکور هم در رابطه میان سرمایه گذار و نهاد واسط اصلی و هم در رابطه میان نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی قابل طرح است.

139. SEBI's Custody Rules: Article 15 (2019 Amendment).

۱۴۰. البته به علت کنترل ورود و خروج سرمایه و محدودیت نهادهای مالی هندی برای سرمایه گذاری در اوراق خارجی مسأله نهاد امین فرعی در نظام حقوقی هندوستان کمتر موضوعیت می یابد. به طور کلی رک به:

Chapter 5 of International Monetary Fund Country Report No. 16/76 (2016). "How Open is India's Capital Account? An Arbitrage-Based Approach," available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr1676.pdf>.

141. SEBI's Custody Rules: Article 17(2019 Amendment).

142. Sett-off.

143. Lien.

144. Right of Retention.

**انگلستان:** در رابطه میان سرمایه گذار و نهاد واسط اصلی، قاعده کلی بر عدم امکان استفاده از دارایی‌های سرمایه گذاران برای اهدافی از قبیل رهن، حق حفظ مالکیت و «قراردادهای تأمین مالی اوراق بهادار»<sup>۱۴۵</sup> جاری است،<sup>۱۴۶</sup> مگر آنکه سرمایه گذار از قبل رضایت خود را به نهاد واسط اعلام کرده باشد.<sup>۱۴۷</sup> همین قاعده در رابطه میان نهاد واسط اصلی و نهاد واسط فرعی نیز حاکم است.<sup>۱۴۸</sup> اما این قاعده کلی با استثنائاتی همراه است. اعطای این حقوق به نهاد واسط فرعی در صورتی که قلمرو آن محدود به جبران کارمزد و مسئولیت ناشی از نگهداری دارایی‌های موضوع امانتداری باشد یا اعطای این حقوق برای تسهیل تسویه معاملات مربوط به دارایی‌های نگهداری شده نزد نهاد واسط فرعی ضروری باشد، مجاز است.<sup>۱۴۹</sup> بنابراین، انتقال این حقوق و حقوق دیگر مانند معاملات تأمین مالی اوراق بهادار در سطح امانتداران فرعی نیز تحت شرایطی که ذکر شد ممکن است (Madeleine and Montagu, 2013: 154).

**آمریکا:** به موجب مقرر ۲-۲۰۶(۴) مشاور سرمایه گذاری ممکن است به سبب مجوز برداشت کارمزد خود از حساب مشتری به حکم قانون نهاد امین تلقی شود. چنانچه تنها دلیل امین محسوب شدن مشاور سرمایه گذاری اختیار وی برای کسر کارمزد خود از حساب مشتری باشد، مشاور سرمایه گذاری ملزم به تحصیل تأیید حسابرس قسم خورده نخواهد بود. اما همچنان ملزم به رعایت مقررات دیگر امانتداری خواهد بود. برای مثال، مشاور سرمایه گذاری باید پس از بررسی مقتضی به این نتیجه برسد که نهاد امین مستقل صورت حساب دارایی و وجوه را به صورت منظم به سرمایه گذار ارسال می کند.<sup>۱۵۰</sup> در رابطه با کارگزار-معامله گران، قانون در راستای تکلیف به تفکیک دارایی‌ها؛ کارگزار-

۱۴۵. اصطلاح securities financing transactions یا قراردادهای تأمین مالی اوراق بهادار برای نخستین بار در سال ۲۰۰۷ وارد ترمینولوژی مقام خدمات مالی سابق شد و در حال حاضر نیز در ترمینولوژی مقام رفتار ملی موجود است. اصطلاح مذکور برای مثال شامل قرض اوراق بهادار (stock borrowing)، وام اوراق بهادار (stock lending)، موافقتنامه‌های خرید مجدد (repurchase agreement)، و موافقتنامه‌های خرید مجدد معکوس (reverse repurchase agreement) می شود.

146. CASS: Article 6.4.1(R)(1).

147. CASS: Article 6.4.1(R)(1)(a).

۱۴۸. در این ارتباط ماده ۵-۳-۶ مقرر داشته است: «در رابطه با شخص ثالثی که (نهاد امین اصلی) دارایی‌های مشتری را نزد آن به امانت می گذارد، (نهاد امین اصلی) باید اطمینان حاصل کند که هرگونه قرارداد با شخص مذکور در خصوص امانتداری دارایی‌های موضوع امانتداری متضمن اعطای حق رهن، حق حفظ مالکیت، حق فروش دارایی‌های موضوع امانتداری یا حقوق تهاثر نسبت به وجوه تعلق گرفته به دارایی‌های مشتری به شخص ثالث یا هر شخص دیگری نیست.»

149. CASS: Article 6-3-6(R).

150. SEC Release No. IA-2968; File No. at 15 S7-09-09, available at <https://www.sec.gov/rules/final/2009/ia-2968.pdf>.



معامله‌گر را از استفاده دارایی‌های سرمایه‌گذاران برای اهداف تجاری خود منع می‌کند.<sup>۱۵۱</sup> اما کارگزار-معامله‌گر می‌تواند طبق قرارداد کتبی اوراق را از مشتری استقراض نماید، مشروط بر اینکه وثیقه لازم که ۱۰۰ درصد ارزش روز اوراق را تحت پوشش قرار می‌دهد؛ به مشتری ارائه کند.<sup>۱۵۲</sup> همچنین در صورتی که طبق قرارداد کارگزار-معامله‌گر اجازه استفاده از اوراق به رهن داده شده سرمایه‌گذاران نزد کارگزار-معامله‌گر را تحصیل کرده باشد، ورشکستگی کارگزار-معامله‌گر خلی به حقوق مالکانه سرمایه‌گذاران نسبت به این اوراق وارد نخواهد ساخت و تراستی تلاش خواهد نمود تا این اوراق را عیناً به سرمایه‌گذاران اعاده کند.<sup>۱۵۳</sup> اما باید توجه داشت که کارگزار-معامله‌گر امکان برداشت کارمزد خود از محل تراست را خواهد داشت.<sup>۱۵۴</sup>

**هندوستان:** قانونگذار هندوستان حقوق قابل انتقال از طرف سرمایه‌گذار به نهاد امین اصلی را تابع قرارداد فی‌مابین کرده است، اما مصادیق و شرایط حقوق قابل انتقال به نهاد امین اصلی را مشخص ننموده است. طبق قانون، قرارداد منعقد میان سرمایه‌گذار و نهاد امین باید شرایطی که در صورت تحقق آنها، نهاد امین مجاز به دریافت و آزاد کردن اوراق و وجوه مشتری و همچنین حقوق و مزایای تعلق گرفته به آنها خواهد شد، تعیین کند.<sup>۱۵۵</sup> با توجه به این اطلاق، می‌توان گفت که حقوق و مزایای مربوطه شامل حقوق مربوط به تهاتر و حق حفظ مالکیت هم می‌شود. اما در رابطه میان نهاد امین اصلی و فرعی، با وجود اینکه قانونگذار هندوستان امکان برون‌سپاری خدمات امانتداری را در صورتی که منتقل‌الیه خود نهاد امین باشد، داده است اما در خصوص مصادیق و شرایط حقوق قابل انتقال به نهاد امین فرعی مقررات مشخصی پیش‌بینی نکرده است.

#### ۴- نظام حقوقی ایران

در این بخش تلاش شده است به سؤالات مطروح در مقدمه مقاله پاسخ داده شود: (۱) آیا نهادی به عنوان نهاد امین در بازار سرمایه ایران قابل شناسایی است؟ (۲) آیا نیاز به چنین نهادی در بازار سرمایه و نتیجتاً مقررات مختص امانتداری وجود دارد؟

در پاسخ به سؤال اول باید گفت که در مقررات بازار سرمایه قانون‌گذار به مفهوم امانتداری توجه داشته است، اما برداشت کامل از مفهوم و کارکرد امانتداری و آثار حقوقی ناشی از رابطه امانتداری به

151. SEC Rule 15c3-3 of the Securities Exchange Act.

152. SEC Rule 15c3-3(b)(c) of the Securities Exchange Act.

153. SEC Rule 15c3-3 of the Securities Exchange Act.

154. Section 26(a)(2) of Investment Company Act 1940.

155. SEBI's Custody Rules: Article 17(a)(b)(c) (2019 Amendment).

خصوص در صورت ورشکستگی نهاد مالی واسط نداشته است. همچنین مشخص نیست که آیا قانونگذار به نهاد امین به عنوان یک نهاد مالی مستقل توجه دارد یا یک رابطه حقوقی خاص مد نظر قانونگذار است. اگرچه در قانون بازار اوراق بهادار ایران مصوب ۱۳۸۴ اشاره‌ای به نهاد امین نشده است، اما در برخی از مقررات ارجاع به نهاد امین و خدمات امانتداری قابل ملاحظه است. به عنوان مثال، در اساسنامه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به امانتداری به عنوان یکی از خدماتی که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی می‌تواند ارائه کند اشاره شده است. اما در قانون هیچ اشاره‌ای به این نشده است که در صورت ورشکستگی شرکت سپرده‌گذاری، آیا سرمایه‌گذاران همچنان مالک اوراق باقی خواهند ماند؟ در نتیجه یک خلأ مهم عدم روشن بودن وضعیت حقوقی آثار ناشی از ورشکستگی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و شرکت‌های کارگزاری است. در ماده ۸ «دستورالعمل نحوه تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری» مقرر شده است «در صورتی که بر اساس مقررات بورس اوراق بهادار تهران، اوراق بهادار از تابلوهای اصلی و فرعی حذف شوند، ورقه بهادار مربوطه خارج از بورس تلقی شده و ارزش منصفانه آن به پیشنهاد مدیر و تأیید امین تعیین می‌شود.» همچنین در نمونه اساسنامه‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به نهادی با عنوان متولی صندوق اشاره شده که کارکرد آن مشابه نهاد امین به نظر می‌رسد. به عنوان مثال، نمونه اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه (که آخرین بار در تاریخ ۲۵ اسفند ۹۷ به روزرسانی شده است) در بند ۲۸ ماده ۱ و ماده ۴۱، متولی صندوق را به عنوان شخص حقوقی تعریف کرده است که توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. وظیفه متولی صندوق شامل «نظارت مستمر بر عملکرد مدیر و ضامن به منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات، مفاد اساسنامه و امیدنامه صندوق می‌باشد.»<sup>۱۵۶</sup> این فعالیت در حوزه‌های قضایی دیگر به عنوان یکی از خدمات جانبی ارائه شده از طرف امانتداران محسوب می‌شود، اما فعالیت اصلی و ذاتی امانتداری محسوب نمی‌شود، نهاد ناظر بازار سرمایه ایران آن را یک وظیفه مقرراتی تلقی نموده است.

همچنین دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای (۱۳۸۸) در ماده ۱۷ مقرر داشته است: «مسئولیت تسویه بهای اوراق بهادار خریداری شده در روز تسویه با کارگزار خریدار و ضامن تسویه خواهد بود. در هر حال تحویل اوراق بهادار به خریدار منوط به پرداخت وجه و تسویه وی با کارگزار است.» در تبصره ماده ۱۷ به نهادی با عنوان «متولی حساب» ارجاع داده شده است که ظاهراً منظور از

۱۵۶. ببینید بخشنامه صادره از مدیریت نظارت بر نهادهای مالی با موضوع «وظایف متولیان در قبال صندوق‌های سرمایه‌گذاری» به شماره

آن نهاد امین است. این تبصره مقرر داشته است «مسئولیت تسویه بهای اوراق بهادار معامله شده (خرید و فروش) سرمایه گذاران حائز شرایط استفاده از خدمات متولی حساب بر عهده بانک عامل تسویه خواهد بود که توسط کارگزار منتخب مشتری کتباً به شرکت سپرده گذاری مرکزی معرفی شده و سقف اعتبار تخصیص داده شده به هر مشتری توسط بانک عامل تسویه تعیین و اعلام شده باشد...» اما در سندی تحت عنوان «پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور» که در سال ۱۳۹۷ از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار جهت اصلاح قانون بازار اوراق بهادار تهیه گشت (و جهت طی مراحل قانونی تصویب، به وزارت امور اقتصاد و دارایی ارسال شد) صریحاً به نهاد امین اشاره گردیده است. در ماده ۳ این پیش نویس چنین آمده است: «تعاریف زیر به عنوان بندهای ۳۴ به بعد، به ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران الحاق می شود:

(۳۴) متولی دارایی: شخص حقوقی است که با اخذ مجوز از سازمان، اداره دارایی های مالی اشخاص از قبیل اوراق بهادار، وجوه نقد، موقعیت های تعهدی در قراردادهای مشتقه یا صکوک را به نیابت از مشتریان خود بر عهده می گیرد.

(۳۵) امین دارایی: شخص حقوقی است که با اخذ مجوز از سازمان، نگهداری و اداره ابزارهای مالی منتقل شده اشخاص به خود را برای ذینفع معین یا اهداف مشخص در قالب قرارداد منعقد بر عهده می گیرد.

بنابراین، می توان گفت که نهاد امین و خدمات امانتداری در بازار سرمایه ایران قابل شناسایی است. اما چند نکته در این خصوص قابل ذکر است. اولاً قانونگذار تفکیکی بین شخصی که از طریق دریافت مجوز به ارائه خدمات امانتداری می پردازد و شخصی که به حکم قانون به عنوان امین دارایی تلقی می شود، قائل نشده است. بنابراین، مشخص نیست که در چه شرایط و اوضاع و احوالی نهادهای مالی ممکن است به حکم قانون به عنوان امین تلقی شده و ملزم به رعایت مقررات امانتداری باشند و تحت چه شرایطی از رعایت مقررات امانتداری معاف خواهند شد. همچنین مشخص نیست که آیا تمام انواع اوراق بهادار و نهادهای مالی در صورت داشتن کنترل مستقیم یا غیر مستقیم بر دارایی های سرمایه گذاران به عنوان امین تلقی خواهند شد یا نه؟ این امر از نظر محافظت از حقوق سرمایه گذاران و شفافیت بازار اهمیت بسیار زیادی دارد. ثانیاً به نظر می رسد که سند «پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور» نهاد تراستی را با نهاد امین خلط کرده است، زیرا تفاوت قابل ملاحظه ای از حیث کارکرد بین «متولی دارایی» و «امین دارایی» مشاهده نمی شود. و ظاهراً قانونگذار فرض را بر این

گذاشته است که منظور از امانتداری همواره وجود یک نهاد مالی مستقل است. در حالی که منظور از آن بیشتر پیش‌بینی مقرراتی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌های ناشی از ورشکستگی نهادهای واسط، سوءاستفاده یا سرقت دارایی‌های مشتریان است. و اینکه ماهیت این حمایت‌ها ممکن است در رابطه با نهادهای مالی مختلف متفاوت بوده و شکل و قلمرو آن متفاوت باشد. هرچند که پیش‌بینی نهاد امین مستقل ممکن است منجر به ایجاد برخی ارزش افزوده برای بازار سرمایه کشور باشد اما قبل از آن نهاد ناظر باید ارزیابی نماید که آیا نیازی به چنین نهادی با ملاحظه ظرفیت بازار سرمایه ایران وجود دارد یا نه.

در پاسخ به سؤال دوم باید گفت اگرچه بیشتر ریسک‌های حقوقی بررسی شده در بالا در نظام حقوقی ایران موضوعیت نمی‌یابد، اما تدوین مقررات امانتداری ضروری است. در رابطه با ضرورت تفکیک دارایی‌ها باید گفت بدلیل اینکه تفکیک میان مالکیت ذینفعی و مالکیت قانونی در حقوق ایران پذیرفته شده نیست، (محمود باقری و نفیسه شوشی نسب، صفحات ۹۰-۹۴) مسأله تفکیک دارایی‌ها و تعیین شخص یا نهادی که به اسم وی مالکیت اوراق تعلق گرفته به اسم آنها باید ثبت شود موضوعیت پیدا نمی‌کند. به عبارت دیگر، از آنجایی که سیستم نگهداری اوراق بهادار در ایران سیستم مستقیم است و سرمایه‌گذاران هم مالک قانونی و هم مالک ذینفعی دارایی‌ها محسوب می‌شوند (محمود باقری و نفیسه شوشی نسب، صفحات ۸۸-۹۰) لذا مشکل تمیز دارایی‌های مشتریان از یکدیگر و تفکیک آنها از دارایی‌های نهادهای مالی واسط به وجود نمی‌آید. در واقع می‌توان استدلال کرد که نگهداری مستقیم دارایی‌ها یکی از روش‌هایی است که طبق آن دارایی‌های مشتریان از یکدیگر و از دارایی‌های نهادهای مالی واسط متمایز می‌شود. با وجود این، احتمال سوءاستفاده از دارایی‌های نقد مشتریان توسط نهادهای مالی از قبیل کارگزاران به علت دسترسی به حساب‌های مشتریان یا دارایی‌های آنها همچنان باقی است و از این جهت تدوین مقررات امانتداری ضروری است.

ضرورت تدوین مقررات در خصوص امکان و شرایط حاکم بر برون سپاری خدمات امانتداری نیز حس می‌شود. در قوانین بازار سرمایه ایران مقرراتی در خصوص امکان برون سپاری خدمات امانتداری و شرایط حاکم بر آن قابل ملاحظه نیست و برای یافتن حکم قضیه باید به قوانین عام نظیر قانون مدنی مراجعه نمود. متأسفانه در قانون مدنی نیز مقررات خاصی در خصوص انتقال تعهدات و قرارداد پیش‌بینی نشده است و برای یافتن حکم قضیه باید به آثار حقوقی مراجعه نمود که بلا شک برای شفافیت مورد نیاز در بازار سرمایه کافی نخواهد بود. در هر صورت، برخی از حقوقدانان امکان انعقاد قرارداد فرعی در حقوق ایران را با استنباط از مقررات قانون مدنی به خصوص مقررات مربوط

به مضاربه، مساقات و وکالت مورد تأیید قرار داده‌اند و اظهار عقیده نموده‌اند که انعقاد قرارداد فرعی ممکن است به علت عدم توانایی طرف قرارداد به اجرای تعهدات خود یا عدم تخصص یا دانش متعهد در انجام برخی از تعهدات قراردادی ضروری باشد (شعاریان، ۱۳۹۴: ۳۱۱). اما باید بین موردی که نهاد مالی واسط تمام تعهدات خود را به نهاد واسط فرعی منتقل می‌کند (اصطلاحاً انتقال قرارداد) و موردی که نهاد واسط اصلی صرفاً بخشی از تعهدات خود را به نهاد واسط فرعی منتقل می‌کند (انعقاد قرارداد فرعی) قائل به تفکیک شد، زیرا اظهار شده است که «انتقال قرارداد در حقوق ایران مستلزم رضایت طرف دیگر عقد است درحالی که انعقاد قرارداد فرعی اصولاً نیازی به کسب رضایت طرف دیگر عقد ندارد (شعاریان، ۱۳۹۴: ۳۱۴)». از نظر آثار حقوقی نیز بین این دو حالت در حقوق ایران تفاوت وجود دارد.

در صورتی که نهاد مالی واسط تمام تعهدات خود را منتقل نماید، نهاد واسط فرعی مستقیماً در برابر سرمایه‌گذار مسئول خواهد بود و در نتیجه در صورت نقض تعهد از سوی نهاد واسط فرعی سرمایه‌گذار می‌تواند به صورت مستقیم علیه نهاد واسط فرعی اقامه دعوا کند (شعاریان، ۱۳۹۴: ۳۱۶). اما در صورتی که نهاد واسط اصلی تنها بخشی از تعهدات خود را به نهاد واسط فرعی منتقل کند، نهاد واسط فرعی در مقابل سرمایه‌گذار مسئولیتی نخواهد داشت و تنها در برابر نهاد واسط اصلی مسئول خواهد بود (شعاریان، ۱۳۹۴: ۳۱۶). قوانین ایران در خصوص شرایطی که تحقق آن برای امکان برداشت و اعمال کنترل بر دارایی‌های سرمایه‌گذاران توسط نهاد امین لازم است نیز ساکت می‌باشد.

## ۵- نتیجه‌گیری

مقاله حاضر به بررسی واکنش نظام‌های حقوقی پیشرفته در کاهش و رفع ریسک‌های حقوقی ناشی از نگهداری دارایی‌های سرمایه‌گذاران توسط نهادهای مالی واسط پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ پرداخت. ابتدا ماهیت خدمت امانتداری و نهاد امین تبیین و بررسی شد. نتیجه بررسی‌ها نشان می‌دهد که باید میان مفهوم تجاری نهاد امین و مفهوم مقرراتی آن قائل به تفکیک شد. در مفهوم تجاری نهاد امین به عنوان نهاد مالی مستقل تلقی می‌شود که به نگهداری از اوراق و وجوه سرمایه‌گذاران و مدیریت این دارایی‌ها اشتغال دارد. اما از بعد مقرراتی، نظام‌های حقوقی مورد مطالعه، رویکرد متفاوتی اتخاذ کرده‌اند. در حالی که در برخی از نظام‌های حقوقی نهاد امین به عنوان نهاد مالی مستقل با قلمرو فعالیت مشخص در نظر گرفته شده است، در برخی دیگر از نظام‌های حقوقی؛ امانتداری بیشتر به معنای وجود یک رابطه حقوقی مشخص و مجموعه مقرراتی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تعریف شده

است. در دسته اخیر، نهاد امین؛ نهاد مالی مستقل نبوده و ارائه خدمات امانتداری مستلزم اخذ مجوز نیست. بلکه قانونگذار برخی از نهادهای مالی را به علت ویژگی‌های مشخص به عنوان نهاد مالی واجد شرایط ارائه خدمات امانتداری در نظر می‌گیرد. از این منظر، معمولاً بانک‌ها و کارگزاری‌ها واجد شرایط ارائه خدمات امانتداری محسوب می‌شود و نهادهای واسط دیگر مانند مشاورین سرمایه‌گذاری ملزم به نگهداری دارایی‌ها نزد نهادهای مالی واجد شرایط هستند. همچنین مشخص شد که ماهیت مقررات امانتداری ممکن است بر حسب نوع نهاد مالی واسط متفاوت باشد. در بررسی خلأهای قانونی، عدم استرداد دارایی‌های مشتریان یا تأخیر زیاد در استرداد آنها مهمترین خلأهای موجود هنگام بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸ بودند. ریشه این مشکلات را در چهار ریسک حقوقی (۱) نگهداری غیر مستقیم دارایی‌ها، (۲) اختلاط دارایی‌ها، (۳) کنترل دارایی‌های مشتریان و (۴) برون سپاری خدمات امانتداری تبیین کردیم و واکنش نظام‌های حقوقی انگلستان، آمریکا، و هندوستان را در چارچوب این ریسک-های حقوقی مورد واکاوی قرار دادیم. در رابطه با نگهداری غیرمستقیم دارایی‌ها ملاحظه شد که قانونگذاران شرایط سختی برای تفکیک دارایی‌های مشتریان از یکدیگر و از دارایی‌های نهادهای مالی واسط پیش‌بینی نموده‌اند. در حل مشکل ناشی از اختلاط دارایی‌ها، قانونگذاران اولویت را به ثبت مالکیت حقوقی دارایی‌ها به اسم سرمایه‌گذار داده‌اند. برای رفع یا کاهش ریسک‌های حقوقی ناشی از برون‌سپاری خدمات امانتداری، قانونگذاران شکل قرارداد را منحصر به قرارداد کتبی نموده و شروط مهمی که در قرارداد باید درج شود را مشخص نموده‌اند. برای رفع ریسک‌های ناشی از دسترسی و کنترل نهاد مالی واسط بر حساب سرمایه‌گذاران، قوانین قلمرو دسترسی را محدود به کسر کارمزد ارائه خدمات یا تسهیل تسویه معاملات کرده‌اند. در بازار سرمایه ایران نیز نهاد امین و خدمات امانتداری قابل شناسایی است، هرچند که قانونگذار برداشت کامل از مفهوم، کارکرد و آثار حقوقی ناشی از رابطه حقوقی امانتداری نداشته است. همچنین اگرچه اکثر ریسک‌های حقوقی موجود قبل از بحران مالی سال ۲۰۰۸ در نظام حقوقی ایران (به دلیل سیستم مستقیم نگهداری دارایی‌ها) موضوعیت نمی‌یابد، تدوین مقررات امانتداری به دلایل زیر ضروری به نظر می‌رسد.

- پیش‌بینی مقررات امانتداری (و نه الزاماً شناسایی نهاد امین به عنوان نهاد مالی مستقل) برای اتصال به بازارهای بین‌المللی ضروری است، زیرا بسیاری از نظام‌های حقوقی نگهداری دارایی‌های سرمایه‌گذاران در حوزه‌های قضایی دیگر را منوط به تحت نظارت بودن فعالیت‌های امانتداری کرده‌اند به این معنی که قانونگذار ساز و کارهای حقوقی لازم برای حمایت از سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌های حقوقی ناشی از نگهداری دارایی‌ها نزد نهادهای واسط را پیش‌بینی نماید؛

- احتمال سرقت، مفقودی، و سوء استفاده از دارایی‌های نقد سرمایه‌گذاران توسط نهادهایی مانند کارگزاران همچنان وجود دارد؛ و
  - شکل انعقاد قرارداد فرعی و شروط حقوقی قابل اندراج در آن و آثار حقوقی آن با ابهامات حقوقی روبرو است.
- با توجه به موارد فوق اصلاحات زیر در قانون بازار اوراق بهادار توصیه می‌شود:
- ناهماهنگی در استفاده از واژه‌های متفاوت در مقررات مختلف بازار سرمایه برطرف شود؛
  - آثار حقوقی ناشی از ریسک‌های مربوط به ورشکستگی، سرقت و سوء استفاده از دارایی‌های مشتریان توسط نهادهای مالی مختلف که به نحوی از انحاء بر دارایی‌های سرمایه‌گذاران کنترل دارند تعیین شود؛
  - شکل انعقاد قرارداد فرعی منحصر به شکل کتبی باشد و شروط مهمی که باید در قرارداد میان نهاد مالی واسط و مشتری درج شود به صورت دقیق مشخص شود؛ و
- امکان انتقال تمام یا بخشی از تعهدات به نهاد واسط فرعی، شرایط انتقال و شرایط نهاد واسط فرعی پیش‌بینی شود.



## منابع و مآخذ

۱. باقری، محمود و نفیسه شوشی نسب (۱۳۹۲). «مالکیت مستقیم و غیر مستقیم اوراق بهادار»، مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۴، شماره ۲ .
۲. شعاریان، ابراهیم (۱۳۹۴). انتقال قرارداد: نظریه عمومی- عقود معین، تهران: انتشارات شهر دانش .
3. Blair, Michael et al (2012). Financial Markets and Exchanges Law, Oxford University Press, second edition.
4. Carruzzo, Fabien and King, Danial (2017). Client Asset Protection at Prime Brokers under US and UK Rules: Comparison Chart, Krama Levin, available at <https://www.kramerlevin.com/en/perspectives-search/client-asset-protection-at-prime-brokers-under-us-and-uk-rules-comparison-chart.html>.
5. Chan, Diana et al (2007). The Securities Custody Industry, European Central Bank Publication.
6. Chok, Vincent (2018). What is the Difference Between a Trustee and a Custodian? Legacy Trust.
7. Dossa, Katherine and Christopher Bernard (2014). “FCA Changes Client Money and Custody Asset Rules”, available at file:///C:/Users/rahimi.fa/Downloads/FCA\_changes\_client\_money\_and\_custody\_assets\_rules%20(6).pdf.
8. Finch, Jon (2018). “Custody Rule Refresher: Review of Most Recent SEC Guidance”, the National Law Review.
9. Hazen, Thomas (2011). Broker-Dealer in a Nutshell, West Publication.
10. Howes, Kelley (2017). “The Custody Rule under Investment Advisors Act: Time for Change”, IAA Newsletter.
11. Garner, Bryan (2014). Black’s Law Dictionary, Thomson Reuters Publication, Tenth edition.
12. Klees, Edward (2012). How Safe Are Institutional Assets in a Custodial Bank’s Insolvency, the Business Lawyer.
13. Loader, David (2014). Clearing, Settlement and Custody, Elsevier Publication, second edition.
14. Laurenson, Edwin (2013). “Frequent Compliance Issues under the SEC’s Custody Rule under the Investment Advisors Act”, the Journal of Practical Compliance and Risk Management.
15. Masheshwari, Yogesh (2008). Investment Management, Business and Economics.
16. Micheler, Eva (2015). “Custody Chains and Assets Values: Why Crypto-Securities Are Worth Contemplating”, Cambridge Law Journal, 74:3.
17. Ooi, Maisie (2003). Shares and Other Securities in the Conflict of Laws, Oxford University Publication.
18. Patel, Naren and Ross McGill (2008), Global Custody and Clearing Services, Palgrave Publication.
19. Simmons, Micheal (2002). Securities Operations: A Guide to Trade and Position Managements, Wiley.



20. Sun, William et al (2011). Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspective, Cambridge University Press.
21. Thiede, John (2015). An Introduction to the UK FCA's Client Money Rules for Investment Firms, available at <http://cooconnect.com/news/an-introduction-to-the-uk-fca%E2%80%99s-client-money-rules-for-investment-firms-with-john-david-thiede>.
22. Yates, Madeleine and Gerald Montagu (2013). The Law of Global Custody, Bloomsbury Publication.
23. Yeowart, Geoffrey et al (2016). Yeowart and Parsons on the Law of Financial Collateral, Elgar Financial Law and Practice series.
24. Stanford, Jon (2001). "An Economic Analysis of the Legal Concept of Trustees' Powers of Investment", School of Economics, University of Queensland 2001.

### قوانین و مقررات:

- قانون بازار اوراق بهادار ایران مصوب (۱۳۸۴).
- اساسنامه شرکت سپرده گذاری مرکزی.
- دستورالعمل نحوه تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار در صندوق های سرمایه گذاری.
- نمونه اساسنامه صندوق سرمایه گذاری جسورانه (اصلاحی ۹۷).
- دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای (۱۳۸۸).
- پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور (۹۷).
- بخشنامه صادره از مدیریت نظارت بر نهادهای مالی با موضوع «وظایف متولیان در قبال صندوق های سرمایه گذاری» (۱۳۸۹).
- UK Financial Conduct Authority Custody Rules.
- Securities and Exchange Board of India (Custodian Of Securities) Regulations, 1996 [Last amended on March 22, 2019].
- Securities and Exchange Board of India (Mutual Funds) Regulations, 1996 [Last amended on April 26 2019].
- The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Custody Rules (2015).
- US Financial Advisors Act of 1940.
- US Investment Advisors Act of 1940, available at <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>.
- Securities and Exchange Commission Interpretive Release No No. IA-2176; File Number. S7-28-02, available at <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2176.htm#IID2>.

- U.S Securities and Exchange Commission, Briefing Paper for 2007 Roundtable on Proxy Voting Mechanics (2007), available at <https://www.sec.gov/spotlight/proxyprocess/proxyvotingbrief.htm>.
- Investment Adviser Association, SEC Staff No-Action Letter (February 21, 2017), available at: <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2017/investment-advise>.



## Legal Rules Governing Custodians' Activities

Farshad Rahimi Dizgovin<sup>157</sup>

### Abstract:

Although the terms “custody,” “custodian,” and a “custodianship agreement” play a crucial part in the capital market, there are no unified understandings of these concepts. In most cases, commercial usage of these concepts is confused with their legal usage. Even in most jurisdictions such as Iran, there is no accurate and complete understanding of custodian, its function, and legal consequences arising from a custodial relationship. The financial crisis of 2008, by unearthing the existing rules' gaps regarding the custodians' activities such as a non-restitution of investors' assets or a long delay in their restitution, made regulation of custodians' activities a must. This article discusses the most important legal risks in the custodians' activities. In so doing, it closely looks at the laws of specific domestic legal regimes such as the UK, US, and India. The purpose of the paper is to introduce the concept of a custodian into Iran's finance law scholarship and to answer the following questions. Do the Iranian capital market laws recognize the concept of a custodian? If not, is there any need for the presence of this institution in Iran's capital market?

**Keywords:** Regulation of Custodians, Financial Crisis of 2008, Indirect Holding of Assets, Commingling of Assets, Outsourcing of Custody Services.

**JEL Classification:** K22

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

157. A Ph.D. student in international investment and financial law and an associate editor of Michigan Journal of International Law, the University of Michigan Law School (USA).  
frahimid@umich.edu