

کارکرد و ماهیت حقوقی عملکرد شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات)

| جواد حسین زاده * |

دانشیار گروه حقوق دانشگاه علم و فرهنگ تهران، تهران، ایران

| صابر علانی |

دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران

چکیده

تسویه مؤثر و کارآمد یکی از ضروریات مدیریت حجم انبوه معاملات در بازار سرمایه است. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات) متولی امور ثبت، سپرده‌گذاری و تسویه در بازار بورس اوراق بهادار است. تعیین ماهیت و نقش سمارت در این امور لازمه تشخیص حقوق و تکالیف این شرکت و هریک از طرفین معامله است که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است؛ درخصوص نقش سمارت نظراتی مانند «معامله‌گر بودن»، «محاسبه‌گری صرف» و نظریه «وکالت در تسویه» مطرح شده است که هریک از این نظریات مستلزم سازوکار اجرایی متفاوتی است. با مطالعه قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه و تطبیق آن با نظرات رایج می‌توان به این نتیجه رسید که سازوکار اجرایی تسویه در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، براساس سازوکار «شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور» طراحی شده است و سمارت در این سازوکار، به‌عنوان وکیل، «وکالت در تسویه» معاملات را برعهده دارد. **واژگان کلیدی:** تسویه، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، شبکه‌سازی، محاسبه، معامله‌گر مرکزی.

مقدمه

با گسترش بازار بورس اوراق بهادار و افزایش ناشران و سرمایه‌گذاران، ایجاد یک نهاد مستقل و پیشرفته به منظور مدیریت حجم عظیم معاملات و تراکنش‌ها و تسویه سریع معاملات ضرورت یافته است؛ به همین منظور قانون‌گذار در بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ وجود شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه را پیش‌بینی و مقرر کرده است. این شرکت امور مربوط به ثبت، نگهداری، انتقال مالکیت اوراق بهادار و تسویه وجوه را برعهده دارد. بدین ترتیب این شرکت به‌عنوان نهاد پایاپای بازار سرمایه با مدیریت و نظارت تراکنش‌ها، سازوکارهایی را در جهت کاهش ریسک اعتباری شرکت‌کنندگان و تضمین تسویه معاملات، اعمال می‌کند.

بند ۷ ماده ۱ قانون بازار بورس اوراق بهادار، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه را شرکتی می‌داند که امور مربوط به ثبت، نگهداری و انتقال مالکیت اوراق بهادار و تسویه وجوه را انجام می‌دهد. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه که به اختصار به آن (سمات) گفته می‌شود، ماهیتاً یک نهاد تسهیل‌کننده فرایند مبادلات در بازار سرمایه است؛ در بازار بورس اوراق بهادار، اوراق بهادار در مقابل وجه نقد مورد معامله قرار می‌گیرد و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان نهاد واسط و متولی امر تسویه، اقداماتی را در جهت تسویه سریع‌تر و راحت‌تر معاملات، برعهده دارد. سمات به‌عنوان اتاق پایاپای^۱ بازار سرمایه ایران عمل می‌کند.

بند ۲ ماده ۱ آئین‌نامه اتاق پایاپای، اتاق را واحدی می‌داند که تسویه و پایاپای از طریق آن صورت می‌گیرد. اتاق در برخی موارد به‌عنوان واحد یا بخشی از بازاری است که مسئولیت تسویه آن را به‌عهده دارد و در برخی موارد به‌عنوان نهاد مستقل و جدای از بازار مربوطه، فقط به امر تسویه معاملات آن بازار می‌پردازد (Lofton, 2005:10). به‌استثنای بورس کالا که اتاق به‌عنوان واحدی غیرمستقل در همان بازار فعالیت می‌کند، در سایر بازارها از جمله بازار بورس اوراق بهادار و فرابورس، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان نهاد مستقل و دارای شخصیت حقوقی مجزا مسئولیت تسویه تعهدات متعاملین را برعهده دارد (محسنی، ۱۳۹۴: ۴۴).

بررسی نقش و ماهیت حقوقی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در فرایند ثبت، سپرده‌گذاری و تسویه معاملات به‌منظور تحلیل بهتر چالش‌های حقوقی مطرح در این زمینه، ضروری است. درخصوص ماهیت و نقش سمات (اتاق پایاپای) به‌عنوان مسئول پایاپای معاملات نظرات گوناگونی مانند انجام معامله به‌طرفیت سمات (سازوکار معامله‌گر مرکزی^۲)؛ محاسبه‌گری صرف (سازوکار

1. Clearing House.

2. Central Counterparty (CCP) system.

شبکه سازی وضعیت^۱؛ وکالت در تسویه (سازوکار نظریه تسویه الزام آور^۲) قابل طرح است. براساس هریک از این نظرات حقوق و تکالیف هریک از متعاملین و شرکت سپرده گذاری مرکزی متفاوت از دیگری خواهد بود؛ در حالی که در قوانین و مقررات فعلی حاکم بر تسویه تعهدات بورسی، ابهامات زیادی در این خصوص وجود دارد. به منظور شناخت عملکرد کلی سمات در این تحقیق ابتدا اقدامات پیش از انجام معامله مانند ثبت و سپرده گذاری و اخذ وثائق (که در جهت تسویه الزام آور اعمال می شود) مورد بررسی واقع شده است و سپس به فرایند محاسبه و سازوکارهای تسویه و نقش شرکت سپرده گذاری در این فرایند پرداخته شده است.

۱. تبیین نقش و عملکرد سمات

شرکت سپرده گذاری مرکزی در راستای تسویه معاملات بورس اوراق بهادار اقداماتی مانند ثبت و سپرده گذاری اوراق بهادار، اخذ وثیقه از فعالان در بازار، ایجاد صندوق ضمانت تسویه و غیره را انجام می دهد که در ذیل به اهم آنها اشاره خواهیم کرد.

۱-۱. ثبت اوراق بهادار

مطابق ماده ۲ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری و تسویه پایاپای، شرکت سپرده گذاری مرکزی، اقدام به ثبت اوراق بهادار می کند. حسب بند «ب» ماده ۱ این دستورالعمل، مراد از ثبت، درج اطلاعات کامل مربوط به اوراق بهادار ناشران و مالکان این اوراق در پایگاه داده ها است.^۳ به استثنای اوراق بهادار مذکور در ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، سایر اوراق بهادار ملزم به ثبت نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی هستند؛ ثبت اوراق بهادار لازمه سپرده گذاری و تسویه معاملات بورسی است. تکمیل فرایند ثبت به منزله تأیید سازمان بورس بر پذیرش این اوراق و مجوز ورود به بازار اوراق بهادار است.^۴ علاوه بر آن، ثبت اطلاعات مربوط به اوراق بهادار، طرفین معامله، میزان اعتبار آنها در بازار سرمایه و غیره ... در نزد اتاق پایاپای (سمات) ضروری است، زیرا اتاق براساس این اطلاعات است که به محاسبه حقوق و تعهدات طرفین و همچنین تسویه و پایاپای معاملات اقدام می کند (Clark, 2004:23).

1. position netting.

2. binding payments netting.

۳. «... ثبت: درج اطلاعات کامل مربوط به اوراق بهادار ناشران و مالکان این اوراق در پایگاه داده ها...»

۴. ماده دو دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای «شرکت سپرده گذاری مرکزی ظرف مدت ۱۰ روز کاری

پس از دریافت مدارک و مستندات زیر، نسبت به ثبت اوراق بهادار اقدام می کند: «...»

۱-۲. سپرده‌گذاری

حسب ماده ۶ و بند «ج» ماده ۱ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، سپرده‌گذاری عبارت‌اند از عملیاتی که طی آن تمام یا قسمتی از اوراق بهاداری که در پایگاه داده‌ها به ثبت رسیده، قابلیت معامله در بورس یا فرابورس را خواهد داشت؛ اوراق بهادار تحویل شده در مرحله سپرده‌گذاری نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نگهداری شده و در ازای آن گواهی سپرده نقل و انتقال صادر می‌شود. سپرده‌گذاری لازمه شرکت در بازار بورس اوراق بهادار است و فقط اوراق بهادار سپرده‌شده در نزد سمات قابل خرید و فروش، وثیقه‌گذاری و یا هرگونه انتقال مالکیت اعم از قهری، قانونی و سایر انتقالات هستند.^۱

در حقیقت مالکان اوراق بهادار برای شرکت در بازار بورس اوراق بهادار ناگزیر از سپرده کردن اوراق بهادار خود نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی هستند. در مکانیزم اجرایی تسویه در بازار داخلی، اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به ودیعه گذاشته می‌شود و شرکت سپرده‌گذاری صرفاً نقش امین و نگهدارنده را ایفا می‌کند (باقری، ۱۳۹۲، ص ۸۵)، اما در برخی نظام‌ها نظیر سوئیس و آمریکا، شرکت سپرده‌گذاری، مالک اسمی اوراق بهادار می‌شود و اوراق بهادار به تملک شرکت سپرده‌گذاری درمی‌آید و سرمایه‌گذاران فقط حقوق ناشی از اوراق بهادار نظیر شرکت در مجامع و حق رأی را دارند و تنها این حقوق است که قابل نقل و انتقال است و مالکیت اوراق همواره در اختیار شرکت سپرده‌گذاری می‌ماند و قابل انتقال نیست (Francisco, 2006: 4).

مطابق بند ۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ که از سپرده‌گذاری به نگهداری اوراق بهادار یاد می‌کند و با توجه به تبصره ۱ ماده ۶ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری و تسویه پایاپای که بیان می‌دارد «اوراق بهادار تحویل شده در مرحله سپرده‌گذاری نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نگهداری شده و در ازای آن گواهی سپرده و نقل و انتقال صادر می‌شود»، عملیات سپرده‌گذاری دارای ماهیت ودیعه است؛ این ودیعه‌گذاری لازمه شرکت در بازار اوراق بهادار است و با انعقاد معامله، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی با مجوزی که ماده ۱۹ دستورالعمل مذکور به وی اعطا کرده است، اقدام به صدور اسناد مالکیت به نام خریدار جدید می‌کند. این ماده چنین بیان می‌دارد «انتقال مالکیت اوراق بهادار سپرده‌گذاری شده، با توجه به اطلاعات روزانه دریافتی، مطابق ماده ۱۸ در کد مالکیت فروشنده و خریدار به صورت مکانیزه ثبت می‌شود و برای انتقال

۱. «فقط اوراق بهادار سپرده‌شده نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی قابل خرید و فروش، وثیقه‌گذاری و یا هرگونه انتقال مالکیت اعم از قهری، قانونی و همچنین سایر انتقالات خارج از ساعات معاملات در بورس یا فرابورس هستند...» ماده ۵ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای

مالکیت اوراق بهادار نیازی به تأیید مجدد فروشنده یا خریدار نخواهد بود». مراد از انتقال مالکیت همان صدور اسناد مالکیت جدید به نام خریدار و انتقال اوراق بهادار از کد فروشنده به کد خریدار است (ماده ۲۰ همان دستورالعمل)، زیرا انتقال مالکیت با انجام معامله و تحقق شرایط خاص^۱ خودبه خود محقق می شود.

اوراق بهادار ضمن ثبت با سپرده شدن نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی در بورس قابل معامله خواهند بود و بعد از انعقاد معامله و ارسال اطلاعات به شرکت سپرده گذاری مرکزی این نهاد طبق مقررات اسناد را به نام خریدار تنظیم خواهد کرد؛ بر این اساس، سپرده گذاری یکی از مقدمات نظام پایاپای و تسویه کارآمد در مکانیزم اجرایی معاملات در بورس اوراق بهادار است.

۱-۳. اخذ وثائق لازم از فعالان بازار

از مهم ترین کارکردهای نهاد تسویه و پایاپای در بازارهای مالی، کنترل ریسک اعتباری و افزایش اطمینان و اعتبار سرمایه گذاری در بازاری است که امور تسویه معاملات و پایاپای وجوه آن بازار را به عهده دارند (Levitin, 2013: 453)؛ حسب بند ۶ ماده ۱ آئین نامه اتاق پایاپای، هر عضو طرف معامله، به منظور تضمین انجام تعهدات خود در مقابل اتاق پایاپای (شرکت سپرده گذاری مرکزی) به صورت نقدی، ضمانت نامه های بانکی بدون قید و شرط و اوراق بهادار را طبق مقررات تودیع می کند؛^۲ این سپرده و وثیقه به عنوان ضمانت اجرای نقض تعهدات معامله گران در بازار بورس است و از آنجایی که شرکت سپرده گذاری مرکزی در نقش اتاق پایاپای به تسویه و پایاپای معاملات اقدام می کند، چنین وثائقی را از کارگزاران و سایر معامله گران اخذ کرده و در جهت تسویه معاملات از آن ها استفاده می کند.

وفق ماده ۳۰ آئین نامه معاملات در بورس اوراق بهادار «کارگزاران مکلف اند تمام وجوهی را که از مشتریان خود برای انجام معامله دریافت می دارند، در پایان هر روز در حساب جاری مخصوصی که نزد یکی از بانک ها و با عنوان "حساب جاری معاملاتی کارگزاری" به نام خود باز می کنند، منظور کنند...» و از طرف دیگر، ماده ۲۲ دستورالعمل ثبت، سپرده گذاری و تسویه نیز کارگزار را ملزم به افتتاح همین حساب می کند و به سمات حق برداشت از این حساب را به منظور انجام عملیات پایاپای وجوه ناشی از معاملات، می دهد. به این ترتیب سمات به عنوان

۱. مثل شرط واریز وجوه از سوی خریدار در بند ۳ و ۴ ماده ۱۱ مکرر آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار.

۲. «سپرده: منابع مالی است که هر عضو طرف معامله به منظور تضمین انجام تعهدات خود در مقابل اتاق پایاپای به صورت نقدی، ضمانت نامه بانکی (بدون قید و شرط) و اوراق بهادار طبق مقررات تودیع می کند».

نهادی که در جهت کاهش و حذف ریسک اعتباری شرکت‌کنندگان در بازار عمل می‌کند، نقش مهمی در افزایش امنیت سرمایه‌گذاری و اجرای معاملات دارد.

۱-۴. محاسبه و تسویه شبکه‌ای

نظام «محاسبه و تسویه شبکه ای^۱» به سازوکارهای مورد استفاده برای کنترل و هدایت معاملات و تسویه آن‌ها در بازارهای مالی گفته می‌شود که در جهت محاسبه و وضعیت اعتباری متعاملین در این بازارها و تسویه معاملات انجام‌شده، عمل می‌کنند (Glossary, 2009:19). برای تبیین مفهوم مزبور، ابتدا مفاهیم «شبکه‌سازی» و سپس به مفهوم «محاسبه» و «تسویه» معاملات اشاره می‌شود.

۱-۴-۱. شبکه‌سازی

سازوکار «شبکه‌سازی^۲»، سازوکاری برای تنظیم موقعیت‌ها و محاسبه حقوق و تعهدات طرفین معامله تجاری است (Glossary, 2003:34). در حقیقت روندی است برای تشخیص و تأیید بدهی یک طرف به طرف دیگر از طریق تنظیم و محاسبه مطالبات هر فرد نسبت به طرف مقابل او است. در این روند مبلغ بدهی یک طرف نسبت به فرد دیگر با کسر مبالغ بدهی‌های طرف اول به طرف دوم و بدهی‌های طرف دوم به طرف اول مشخص می‌شود، با این وصف، در صورتی که الف ۱۰ دلار به ب بدهکار است و در معامله ای دیگر در این سیستم مبلغ ۸ دلار از او طلب دارد، مبلغ بدهکاری الف به ب ۲ دلار است (Geva, 1999: 140).

البته این ساده‌ترین شکل تراکنش‌ها است و زمانی که چند نفر با هم در این سیستم عضو هستند و با یکدیگر ارتباطات مالی دارند و هر فرد چندین معامله با اطراف دیگر انجام می‌دهد، طریقه محاسبه بدین سادگی نخواهد بود. کارایی مکانیزم «شبکه‌سازی» در بازارهای مالی معتبر نظیر بورس و یا سیستم سوئیفت که در یک لحظه ممکن است صدها معامله صورت گیرد، بهتر نشان داده می‌شود. با استفاده از سازوکار شبکه‌سازی بسیاری از مطالبات و دیون، فارغ از روند کند تسویه سنتی و رسیدگی قضائی، به‌طور آنی محاسبه و تهاتر می‌شوند (Roe, 2013:1661).

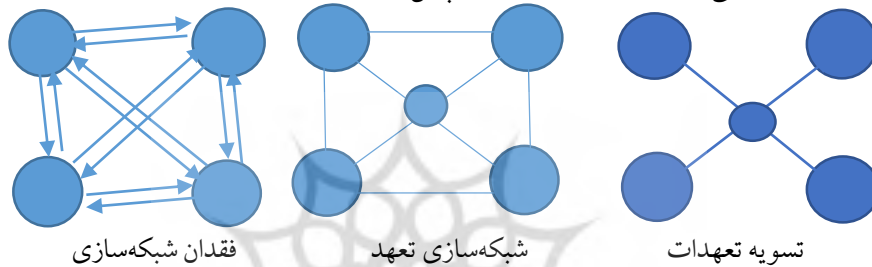
یکی از وظایف شرکت سپرده‌گذاری مرکزی محاسبه حقوق و تعهدات شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه است. از آنجایی که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان اتاق پایاپای بازار سرمایه عمل می‌کند، همه معامله‌گران با آن ارتباط مالی دارند؛ سمات با ایجاد شبکه حقوق و تعهدات هر شرکت‌کننده در بورس اوراق بهادار خالص بدهکاری یا بستانکاری هر فرد را به وی اعلام می‌کند.

1. Netting clearing and settlement.

2. Netting.

برای مثال اگر فردی در این بازار شرکت کند و هشت معامله مختلف انجام دهد و در سه معامله بستانکار شود و در پنج معامله دیگر بدهکار و در نهایت میزان بدهی او بر طلب او فزونی یابد، چون همه این معاملات باید در نزد سمات تسویه شوند، سمات ضمن محاسبه، مقدار خالص بدهی را به وی اعلام می‌دارد و از تراکنش‌های غیر ضروری جلوگیری می‌کند (Schwarcz, Steven, 2018:27). این روند که «محاسبه» حقوق و تعهدات فرد است با «تسویه» متفاوت است، زیرا سمات در این مرحله وضعیت اعتباری فرد را محاسبه می‌کند و تا زمانی که فرد بدهکار اقدام به پرداخت بدهی خود نکرده باشد، عمل تسویه صورت نگرفته است.

اشکال تطبیقی تعهدات شبکه‌سازی شده با پیش از آن (Baláz, 2005:26)



۱-۴-۲. محاسبه و تسویه

در حقوق واژه «کلیرینگ»^۱ در معنای «محاسبه» همیشه مترادف با واژه «ستلمنت»^۲ در معنای «تسویه» نیست. محاسبه یا کلیرینگ روندی است که به وسیله آن حقوق و تعهدات شرکت‌کنندگان در یک بازار مالی از طریق داده‌های مرتبط با انتقالات مالی در یک مجموعه (مثل اتاق پایاپای) سازماندهی می‌شود و حقوق و تعهدات هریک از شرکت‌کنندگان مشخص می‌شود (Report, 1998:26)؛ تسویه معاملات بورسی به معنای ایفای تعهد از جانب متعهد در بازار بورس است؛ طبق بند «د» ماده یک دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری و تسویه و پایاپای، عملیات تسویه فرایندی است «که طی آن حقوق خالص و تعهدات طرفین معامله محاسبه و وجوه حاصل از معامله در روز تسویه به فروشنده منتقل می‌شود».

به بیان دیگر، گرچه واژه کلیرینگ (محاسبه) به تسویه کردن معروف شده، ولی در معنای خاص خود، مکانیزمی برای محاسبه موقعیت‌های مجموعه‌ای از شرکت‌کنندگان در بازار است، با این هدف که تسویه بعدی تعهدات دوجانبه در بستر شبکه تسهیل شود. (نه اینکه الزاماً به تسویه بینجامد). به‌دیگر سخن، «محاسبه» کردن در این معنا شفاف‌سازی و تعیین تعهدات مالی هر فرد برای استفاده

1. Clearing
2. Settlement

در معاملات بعدی است و ممکن است این محاسبه از سوی طرف حساب منتهی به پرداخت (تسویه) نشود (Glossary, 2003:13). این درحالی است که «تسویه» معاملات بورسی به معنای ایفای تعهد از جانب متعهد در بازار بورس است؛ طبق بند «د» ماده یک دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری و تسویه و پایاپای، عملیات تسویه فرایندی است «که طی آن حقوق خالص و تعهدات طرفین معامله محاسبه و وجوه حاصل از معامله در روز تسویه به فروشنده منتقل می‌شود».

شایان ذکر است، واژه «محاسبه» یا کلیبرینگ در معنای وسیع، علاوه بر محاسبه میزان تعهدات شرکت کنندگان و متعاملان (در مجموعه‌ای که «شبکه» محاسبه و تسویه» مدیریت آن را برعهده دارد)، تسویه و انجام تعهد را هم دربر می‌گیرد. در این معنا، «شبکه» محاسبه» هر دو عنوان «محاسبه» و «تسویه»^۱ را دربر می‌گیرد و مترادف با معنای «شبکه» محاسبه و تسویه^۲ است (Geva, 1999:140).

۲. ماهیت سمات در تسویه معاملات

بازارهای مالی برای کنترل و هدایت و تسویه معاملات، از سازوکارهای محاسبه و تسویه شبکه‌ای خاصی^۳، بهره می‌برند. زیرا کارکرد حقوقی اتاق‌های تسویه و نوع سازوکار به کار رفته در آن‌ها، دارای پیچیدگی خاصی بوده و به طور مستقیم در حقوق و تعهدات شرکت کنندگان، جذب سرمایه‌گذار خارجی و جلوگیری از انتقال سرمایه داخلی به بازارهای بین‌المللی مؤثر است. (The regulation of close-out netting, 2005:3). در ادامه ضمن تحلیل بنیادین مبانی حقوقی و سازوکارهای مطرح در کارکرد اتاق پایاپای (و تطبیق آن با سمات به عنوان اتاق پایاپای بورس اوراق بهادار)، ماهیت سمات در تسویه و پایاپای معاملات بررسی خواهد شد. سازوکارهای محاسبه و تسویه مطرح در اتاق پایاپای بورس، عبارت است از: سازوکار معامله‌گر مرکزی (نظام‌های ایجاب مفتوح و تبدیل تعهد)؛ شبکه‌سازی وضعیت؛ شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور.

۲-۱. نظریه معامله‌گر مرکزی

سیستم تسویه «معامله‌گر مرکزی»^۴ یا CCP نوعی سازوکار مدیریت ریسک در بازارهای مالی است که با واسطه قرار دادن خود بین معامله‌کنندگان، با آن‌ها وارد معامله می‌شود و هدف از این

1. Settlement .

2. Settlement and Clearing netting.

۳. سازوکار محاسبه و تسویه شبکه ای، سیستم خود انتظامی است که خدمات ویژه ای را برای تسهیل تجارت های چند جانبه و بورسهای سهام و اوراق بهادار و سایر بازارهای تجاری مشابه مثل فرابورس، ارائه می دهد. (EuroCCP, 2012:2)

4. Central Counterparty (CCP) system.

سازوکار حفاظت از شرکت کنندگان در بازار از خطر عدم تسویه معامله و ایفای تعهدات از سوی متعهد است (Garvin, 2012:59); شاکله اصلی نظریه «معامله گر مرکزی» مبتنی بر ورود نهاد پایاپای در معاملات به عنوان طرف قرارداد با خریدار یا فروشنده است؛ به طوری که بعد از ورود و انعقاد قرارداد با طرفین، نهاد پایاپای تعهدات ناشی از خرید و فروش را اصالتاً انجام می دهد. به دیگر سخن «معامله گر مرکزی» در مقابل خریدار به عنوان فروشنده و در مقابل فروشنده به عنوان خریدار عمل می کند؛ بدین ترتیب عمل تسویه معاملات با اطمینان بالایی صورت می گیرد و ریسک اعتباری و عدم اجرای معاملات به حداقل می رسد (Chamorro-, 2012: 436-443). CCP بعد از قصور یکی از طرفین، به جای وی به ایفای تعهدات می پردازد و سپس از طریق ابزارهایی که در اختیار دارد مانند جبران از محل وثیقه ها و طرح دعوی حقوقی، به طرفی که به جای آن ایفای تعهد کرد، مراجعه می کند و در نهایت پرداخت خسارات واقعی و تنبیهی از سوی متعهد اصلی خواهد بود (Bliss and Papathanassiou, 2006:32).

در بررسی ماهیت سمات که به عنوان اتاق پایاپای در معاملات بازارهای بورسی فعالیت می کند، (محسنی، ۱۳۹۴: ۴۴) نظریه معامله گر مرکزی بودن اتاق پایاپای (سمات) در حقوق داخلی مورد تأیید برخی نویسندگان قرار گرفته است. سمات «... در واقع به مانند مرکز و نقطه ثقل یک چرخ است که معامله گران (خریداران و فروشندگان) پیرامون آن مدام در حال چرخش هستند و بدون اینکه با یکدیگر ارتباطی داشته باشند، به رفتار معاملی می پردازند...» (معبدی، ۱۳۹۳: ۱۴۰) برخی مقررات و دستورالعمل های اجرایی در خصوص اتاق پایاپای این نظر را تقویت می کند؛ برای مثال ماده ۷ آئین نامه پایاپای سازمان بورس مصوب ۱۳۸۴ چنین بیان می دارد: «اتاق در مقابل کارگزار خریدار به عنوان فروشنده و در برابر کارگزار فروشنده به عنوان خریدار عمل می نماید» متن این ماده کاملاً منطبق با تعریف نهاد معامله گر مرکزی است.

برای رسیدن به چنین نتیجه ای باید قدری تأمل کرد، زیرا سازوکار «معامله گر مرکزی» هیچ ماهیت حقوقی خاصی را بیان نمی کند، بلکه یک ساختار و سازوکار اجرایی جهت تسویه است. این سازوکار با دوروش «ایجاب مفتوح» و «تبدیل تعهد»؛ عمل می کند (Consultative Report, 2004:11). برای یافتن پاسخ در خصوص ماهیت حقوقی کارکرد سمات در تسویه معاملات ابتدا باید کارکرد سمات را با هر یک از این دو ماهیت تطبیق داد و سپس به نتیجه گیری پرداخت.

۲-۱-۱. روش ایجاب مفتوح

اگر سازوکار اجرایی نهاد مدیریت و تسویه بازاری براساس نظام «ایجاب مفتوح» برنامه ریزی شود، در این روش، معامله گر مرکزی با رابطه ای کاملاً قراردادی، از ابتدا وارد معامله شده و با فرایند

تطبیق سفارشات در سیستم شبکه سازی با ایجاب مفتوح، قراردادها بین معامله‌گر مرکزی (CCP) و شرکت‌کنندگان در این بازار، منعقد می‌شود (Service Description SIX x-clear Ltd, 2016:23). در این روش رابطه قراردادی دوطرفه بین شرکت‌کنندگان در بازار برقرار نمی‌شود و CCP در این مدل طرف هر قراردادی است که در بورس منعقد می‌شود (Bliss and Papathanassiou, 2006:20). معامله‌گر مرکزی (نهاد تسویه‌کننده در بازار یا نهادی که اتاق تسویه در آن فعالیت می‌کند)، ایجابی را نسبت به اعضایی که وارد تجارت می‌شوند، مطرح می‌کند و شرکت‌کنندگان در بازار به‌طور خودکار، زمانی که به معامله اقدام می‌کنند، ایجاب مفتوح را قبول می‌کنند و ضمن تشکیل عقد، عملاً معامله‌گر مرکزی به‌عنوان معامله‌کننده با آن‌ها وارد معامله می‌شود (Chamorro, 2010:28).

در سیستم ایجاب مفتوح، «معامله‌گر مرکزی» به‌طور خودکار و فوری وارد معامله می‌شود. در واقع، همان لحظه که خریدار و فروشنده با شروط معاملات موافقت می‌کنند و وارد این سیستم می‌شوند با معامله‌گر مرکزی معامله می‌کنند. بدین ترتیب بین خریدار و فروشنده معامله مستقیمی صورت نمی‌گیرد (glossary, 2003:36). ایجاب مفتوح، فرمی از ایجاب است تا شرکت‌کنندگان در بازار، وارد یک رابطه قراردادی شوند؛ این ایجاب برای شرکت‌کنندگان در بازار مفتوح است تا با رفتار خود آن را بپذیرند. برای مثال مقررات بورس سوئیس بر این روش استوار است (Chamorro, 2010:25).

فروشنده و خریدار، در بازاری که طبق سازوکار ایجاب مفتوح عمل می‌کند، با توجه به اینکه ایجابی باز، از طرف سیستم مدیریت و تصفیه بازار (به‌عنوان طرف معامله مرکزی) همیشه وجود دارد، با طرف معامله مرکزی وارد معامله می‌شوند. (در صورتی که بازار بورس اوراق بهادار طبق این نظام طراحی شده باشد، در خرید و فروش سهام خاص، بعد از اینکه در پاسخ به ایجاب مدیریت بورس، طرفین اقدام به ثبت سفارش کرده‌اند، بعد از تطبیق شرایط طرفین در سامانه الکترونیکی بورس، به‌طور هم‌زمان فروشنده، سهام را به طرف معامله مرکزی می‌فروشد و خریدار نیز کالا را از طرف معامله مرکزی می‌خرد (Service Description SIX x-clear Ltd, 2016:23). بدین ترتیب طرف معامله مرکزی، سهام مربوط را خریده و به فردی که متقاضی آن است می‌فروشد و شرکت‌کنندگان در بازار با یکدیگر مستقیماً معامله‌ای منعقد نمی‌کنند.

به‌عبارت بهتر با تطبیق شرایط به‌طور هم‌زمان دو قرارداد شکل می‌گیرد؛ قرارداد اول بین فروشنده و CCP و قرارداد دوم مابین CCP و خریدار است و معامله‌گر مرکزی به‌عنوان واسطه ایفای نقش می‌کند (Asimakopoulos and Nabilou, 2019:5). ویژگی این روش، تسهیل روند محاسبه با حذف مرحله معامله مستقیم طرفین و از بین بردن کامل ریسک اعتباری معامله‌کنندگان است که سبب افزایش استفاده از «نظام ایجاب مفتوح» شده است. مثلاً در زمینه بازارهای مالی، نهاد

معامله‌گر مرکزی (CCP) طرف هر قراردادی است که در بورس های بزرگ دنیا منعقد می‌شود (Bliss, 2006: 20).

بنابراین در روش ایجاب مفتوح، معامله‌گر مرکزی جهت تسویه کارآمد و افزایش اعتبار و کارایی بازار، خود با شرکت کنندگان در بازار به معامله می‌پردازد و کالا را از فروشنده می‌خرد و به خریدار می‌فروشد؛ حال اینکه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی فقط به امر تسویه می‌پردازد و بعد از اینکه معامله در بازار بورس منعقد شد، اطلاعات مربوط به معامله (و حقوق و تعهدات طرفین) به سمات ارسال می‌شود و اتاق تسویه سمات براساس اطلاعات دریافتی به تسویه این معاملات اقدام می‌کند. سازوکار انجام معامله در بازار بورس اوراق بهادار به‌نوعی طراحی شده که اساساً امکان انعقاد معامله اصلی به‌طرفیت سمات (اتاق) وجود ندارد، زیرا شخصیت حقوقی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی مستقل از شرکت‌های بورس است (محسنی، ۱۳۹۴: ۴۴). معامله در بازارهای بورس منعقد می‌شود و سمات فقط عهده‌دار تسویه معاملات است (ابراهیمی، ۱۳۹۵: ۲۶۸) و از اساس در معامله اصلی که در بازارهای بورس صورت می‌گیرد، دخالتی ندارد.

۲-۱-۲. روش تبدیل تعهد

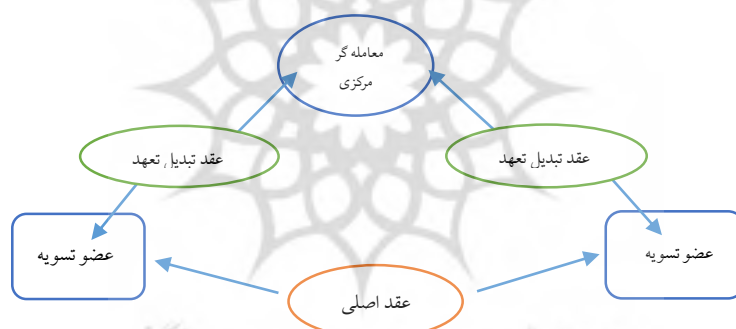
نظام «شبکه‌سازی با تبدیل تعهد»^۱، سازوکاری است که از طریق انتقال تعهدات طرفین در قرارداد (اولیه) خرید و فروش، به نهاد تسویه بازار (از طریق قرارداد ثانوی تبدیل تعهد مابین اتاق تسویه و متعهدین قرارداد اصلی)، عمل می‌کند (Glossary, 2009:19). قرارداد تبدیل تعهد، قراردادی است که به‌موجب آن تعهد قبلی ساقط و تعهد جدیدی به‌جای آن ایجاد خواهد شد (کاتوزیان، ۱۳۹۳: ۳۲۵)؛ در فرایند تبدیل تعهد که موضوع ماده ۲۹۲ قانون مدنی است، یکی از ارکان تعهد (ازجمله موضوع تعهد؛ متعهد؛ متعهدله) تبدیل می‌شود و به‌موجب آن تعهد اولیه ساقط و تعهد جدید جایگزین آن می‌شود. در سازوکار «شبکه‌سازی با تبدیل تعهد»، وجود قرارداد تبدیل تعهد به اعتبار تبدیل متعهد (که در بند ۲ ماده ۲۹۲ قانون مدنی به آن اشاره می‌کند) در روند تسویه معاملات بورسی به‌عنوان توجیه عملکرد سمات، مورد توجه قرار گرفته است.

در قرارداد اولیه صحن که بین طرفین شکل می‌گیرد برای هر یک از آن‌ها حقوق و تعهداتی ایجاد می‌شود؛ هر یک از طرفین قرارداد صحن قرارداد تبدیل تعهد جداگانه‌ای با نهاد تسویه بازار (سمات) منعقد می‌کنند که به‌موجب آن سمات جایگزین طرفین در اجرای تعهدات خواهد بود. بر مبنای این سازوکار، نخست قراردادی بین شرکت کنندگان در بازار منعقد می‌شود و به‌محض شکل‌گیری این قرارداد و ایجاد تعهدات برای طرفین، با دو قرارداد ثانوی به‌طرفیت نهاد تسویه بازار (اتاق تسویه) و

1. Netting by Novation.

هر یک از طرفین به طور جداگانه، تعهدات طرفین به نهاد تسویه بازار منتقل می‌شود؛ با این قراردادهای تبدیل تعهد، طرفین اصلی (شرکت‌کنندگان در بازار) از تعهدات قرارداد نخستین مبرا می‌شوند؛ در نظام «شبکه‌سازی با تبدیل تعهد»، نه تنها نهاد تسویه بازار «جانشین»^۱ طرفین معامله اصلی در اجرای تعهدات آنان می‌شود، بلکه موجب برائت ذمه آنان نسبت به یکدیگر نیز می‌شود (Report, 1998:17).

بدین ترتیب تعهدات طرفین به سیستم تسویه بازار منتقل می‌شود و از آنجا که خریداران و فروشندگان در این بازار در مطالبه حقوق خود با سیستم تسویه بازار طرف حساب هستند، ورشکستگی و افلاس احتمالی آنان موجب عدم اجرای مطالبات‌شان نمی‌شود و این شخصیت حقوقی مدیریت و تسویه بازار است که به‌عنوان معامله‌گر مرکزی با قبول تعهدات طرفین، این اطمینان را برای شرکت‌کنندگان بازار به ارمغان می‌آورد (Asimakopoulos and Nabilou, 2019:5). روند تبدیل تعهد در شکل زیر قابل مشاهده است.



شکل: شبکه‌سازی با تبدیل تعهد (Chamorro, 2010:21)

در سازوکار شبکه‌سازی از طریق تبدیل تعهد بعد از قرارداد اصلی میان طرفین، «معامله‌گر مرکزی» به‌طور خودکار و بر طبق رویه موجود وارد رابطه بین طرفین می‌شود و لحظه ورود طرف معامله مرکزی (انعقاد قرارداد تبدیل تعهد)، لحظه پایان قرارداد اصلی است.^۲ چنین تبدیل تعهدی به اعتبار تبدیل متعهد است که به‌موجب آن معامله‌گر مرکزی تعهدات طرفین قرارداد اصلی را عهده می‌گیرد. از لحاظ حقوقی در این لحظه طرفین اصلی از مسئولیت مبرا می‌شوند (کاتوزیان، ۱۳۹۳: ۳۱۸).

1. Substitution.

2. "In other words, the bilateral settlement obligations that exist between the system's participants are entirely replaced by bilateral obligations between each participant and the central clearing entity". (Principles on Close-Out Netting, 2013: 13).

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، توجیه مسئولیت اتاق در تسویه معاملات در روش تبدیل تعهد، این‌گونه است که معامله به طرفیت خریدار و فروشنده منعقد می‌شود و از لحظه انعقاد معامله، معامله‌گر مرکزی با هریک از متعهدین وارد قرارداد تبدیل تعهد می‌شود و تعهدات آن‌ها را برعهده می‌گیرد (Consultative Report, 2004:46)؛ این انتقاد بر این روش وارد است که در واقع امر و در روند تسویه، بعد از تشکیل معامله در بازارهای بورس، فقط اطلاعات مربوط به معامله به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ارسال می‌شود و هیچ قرارداد جداگانه‌ای بعد از عقد اصلی خرید و فروش با سمات جهت انتقال تعهدات به سمات منعقد نمی‌شود.

برخی در پاسخ به این اشکال، این‌گونه استدلال می‌کنند که ورود به بازار بورس، به‌طور ضمنی به معنی پذیرش کلیه شرایط این بازار از جمله تسویه شبکه‌ای است. پس از آنجا که تسویه شبکه‌ای که تبدیل تعهد در آن نهفته است امری متعارف در این بازار است، خودبه‌خود به‌عنوانی شرط ضمنی مورد توافق طرفین واقع می‌شود (UNIDROIT 2013: 11-12). در این نظام تسویه، طرفین با ورود به این بازار می‌پذیرند که طبق قواعد نظام «معامله‌گر مرکزی» عمل کنند. به‌بیان دیگر، شرکت‌کنندگان با قبول این شرایط، در حقیقت قراردادی با معامله‌گر مرکزی منعقد می‌کنند که محتوای آن بر این امر دلالت دارد که در هر معامله آتی در این بازار، طرف معامله‌گر مرکزی (سمات) تعهدات آن‌ها را قبول کند. بنابراین هر قراردادی که شرکت‌کنندگان در بازار منعقد می‌کنند با اتکای به شرط ضمنی است که سمات به‌عنوان معامله‌گر مرکزی تعهدات ناشی از آن قرارداد را برعهده گیرد. پس هر قرارداد جدید به‌طور خودکار با تعهد اتاق یکی می‌شود تا یک قرارداد جدید (تبدیل تعهد) ایجاد شود که شامل شبکه‌ای از تعهدات باشد (Goode, 2003:472). به‌عبارت دیگر هر فرد که در بازار بورس وارد می‌شود، ابتدائاً با این شرط موافقت می‌کند که در صورت متعهد یا متعهدله شدن‌اش در معاملات آتی، این تعهدات به طرفیت شرکت سپرده‌گذاری، تسویه شود؛ بدین ترتیب افراد از قبل با قرارداد تبدیل تعهد، برای تعهداتی که در آینده به‌وجود خواهد آمد، موافقت خواهند کرد و با ایجاد تعهد در آینده به‌طور خودکار قرارداد تبدیل تعهد مابین شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و متعهدله منعقد خواهد شد.

استدلال فوق و تفسیر عملکرد سمات بر مبنای «سازوکار معامله‌گر مرکزی با روش تبدیل تعهد» با قوانین، مقررات و دستورالعمل‌های اجرایی در فرایند معامله و تسویه بازار بورس اوراق بهادار ایران منطبق نیست و نمی‌توان قائل به وجود قرارداد تبدیل تعهد میان سمات و متعهدله بود. زیرا اول اینکه لازمه هر قرارداد تبدیل تعهد، وجود تعهد در زمان تنظیم قرارداد است، نه اینکه از

قبل بتوان با قرارداد تبدیل تعهد در آینده موافقت کرد و چنین اقدامی نمی‌تواند دارای ماهیت تبدیل تعهد باشد (کاتوزیان، ۱۳۹۳: ۳۰۹) دلیل دوم عدم وجود چنین قصدی در شرکت‌کنندگان در بورس و اجرای تعهد به طرفیت آن‌ها است؛ طبق ماده ۲۹۲ و ۲۹۳ قانون مدنی، بعد از قرارداد تبدیل تعهد، متعهد اصلی بری و مسئولیتی نسبت به تعهد اولیه ندارد؛ ولی طبق مقررات حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار ایران، مسئولیت اصلی انجام تعهد در این بازار برعهده مشتری و کارگزار وی است و خود شرکت‌کننده در بازار بورس (مشتری)، متعهد اصلی انجام تعهدات است (سلطانی، ۱۳۹۶: ۱۷۱)؛ بند ۳ ماده ۱۱ مکرر آئین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار نیز بر این امر تأکید دارد و «... خریدار مکلف است از طریق کارگزار خود حداکثر تا پایان مهلت‌های مقرر در بند (۲) این ماده نسبت به تسویه حصه نقدی معامله از طریق اتاق پایاپای اقدام کند...».

سوم اینکه، به موجب ماده ۲۹۳ قانون مدنی بعد از تبدیل تعهد، تضمینات تعهد سابق به تعهد لاحق تعلق نخواهد گرفت، اما براساس ماده ۲۳ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای، سمات از محل حساب و اعتبار کارگزار متعهد، به امر تسویه اقدام می‌کند؛ بنابراین ماهیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در تسویه معاملات نمی‌تواند براساس «سازوکار معامله گر مرکزی با روش تبدیل تعهد» باشد.

۲-۲. نظریه شبکه‌سازی وضعیت (محاسبه‌گری)

یکی از وظایف شرکت سپرده‌گذاری مرکزی محاسبه میزان حقوق و تعهدات هر معامله‌کننده براساس سازوکار شبکه‌سازی است. در بازارهای مالی برای مدیریت انبوه تعهدات، از شیوه "شبکه‌سازی وضعیت"^۲ که سازوکاری برای تسهیل روند انتقال تعهدات بین شرکت‌کنندگان در بازار است، استفاده می‌شود که از اولین و ابتدایی‌ترین انواع شبکه‌سازی برای تسویه است (Baláž, 2005:24). این سازوکار بدین نحو عمل می‌کند که دو تعهد متقابل ناخالص را با یک شبکه تعهدات واحد جایگزین می‌کند. در این روش تعهدات اصلی جابجا می‌شوند و عمل محاسبه صورت می‌گیرد. (Geva, 1999:141 - 143)

۱. ماده ۲۲: «به منظور تسویه کامل وجوه، هر کارگزار موظف است حساب یا حساب‌های بانکی تسویه را طبق شرایطی که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی مشخص می‌کند افتتاح کند. تبصره: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ... به عنوان وکیل کارگزار، حق برداشت از حساب یاد شده را صرفاً به منظور انجام عملیات پایاپای وجوه ناشی از معاملات خواهد داشت».

2. position netting.

برای مثال، در یک بازار بورس چند معامله جداگانه صورت می گیرد. فرض کنید علی طی یک معامله مقدار ۲۰ تومان به حسن بدهکار است و در یک معامله دیگری که در همین بازار بین علی و پدرام صورت می گیرد. پدرام ۱۷ تومان به علی بدهکار است و در سازوکار محاسبه ای در «شبکه وضعیت» طریقه محاسبه به این صورت است که مقدار بدهی علی در این شبکه مبلغ ۳ تومان است و تا زمانی که علی ۳ تومان، به حسن نپردازد، عمل تسویه صورت نگرفته است.

در این شیوه، اتاق پایاپای صرفاً تعهدات شرکت کنندگان در بازار را محاسبه می کند و عمل تسویه را انجام نمی دهد، در این روش، از آنجایی که طرفین به طرفیت اتاق به عنوان معامله گر مرکزی به معامله نمی پردازند و نسبت به خود اتاق طلب یا بدهی ندارند. به طور خودکار بین طلب متعهد در یک معامله و بدهی وی از معامله دیگر (با فرد ثالث) تهاتر صورت نمی گیرد و متعهد باید با محاسبه اتاق موافقت کند و به مرتب سازی بین مطالبات و دیون خود در این شبکه سازی رضایت دهد و مقدار مازاد از تعهدات وی که در برابرش اعتباری برای پرداخت باقی مانده را بپردازد. اتاق پایاپای در این روش به هیچ عنوان جانشین تعهدات طرفین نخواهد شد (Chamorro, 2010; 147 - 141; Geva, 1999: p6)

ماهیت حقوقی نهاد تسویه بازار (اتاق) در این حالت که فقط بین شبکه مطالبات فرد با شبکه تعهدات وی به منظور حسابرسی، ارتباط برقرار می کند، ماهیت «اجیر» در اجاره اشخاص است. در عقد اجاره اشخاص، اجیر در قبال انجام کار معین اجرت عمل خود را دریافت می دارد (کاتوزیان، ۱۳۹۲: ۲۷۵، ۲۶۳). بدین بیان که با محاسبه مقدار حقوق و تعهدات هر شرکت کننده برای این حسابرسی وجهی را به عنوان کارمزد دریافت می کند که بعد از انجام محاسبه و اعلام آن به طرفین در این روش مستحق اجرت خواهد بود.

اتاق پایاپای طبق این سازوکار، هیچ گونه تعهدی نسبت به مقدار باقی مانده از بدهی در فرایند تسویه (که معامله کننده طلب و اعتباری در مقابل آن ندارد)، متقبل نمی شود. بلکه به عنوان مجری دستور طرفین در پرداخت عمل می کند (Report, 1998:14-16) در این نظام شبکه سازی (شبکه سازی و وضعیت یا صرف محاسبه گری)، فرایند تسویه به شبکه قابل انتساب نیست، بلکه تسویه با اراده متعهدین در معامله صورت می پذیرد. در این شیوه متعهد به میزان مطالباتی که در شبکه دارد از تعهدات خود بری می شود و اگر اعتبار و مطالباتی در مقابل تعهدات خود نداشته باشد، باقی مانده بدهی خود را باید بپردازد.

البته این شبکه‌سازی بسته به تعداد شرکت‌کنندگان در آن به «شبکه‌سازی وضعیت دوجانبه»^۱ و «شبکه‌سازی وضعیت چندجانبه»^۲ تقسیم می‌شود. برای مثال دو بانک که در سوئیفت عضو هستند و در عرصه بین‌المللی با یکدیگر تراکنش‌های مالی متعددی دارند و ممکن است هر یک بابت تراکنش‌های جداگانه به دیگری تعهداتی داشته باشند و محاسبه تعهدات قراردادهای این دو بانک با شبکه‌سازی وضعیت آن دو توسط سوئیفت محاسبه می‌شود. این فعالیت طبق سیستم شبکه‌سازی وضعیت دوجانبه صورت می‌گیرد. اگر این عمل بین چند بانک مختلف که هر یک قراردادهای مختلفی با دیگری دارد، صورت گیرد «شبکه‌سازی وضعیت چندجانبه» مصداق پیدا می‌کند (Report, 1998:14-16). اتاق پایاپای در محاسبه حقوق و تعهدات شرکت‌کنندگان در بازار از «شبکه‌سازی وضعیت چندجانبه» استفاده می‌کند.

بر اساس سازوکار شبکه‌سازی وضعیت و محاسبه‌گری، اتاق فقط به تعیین حقوق و تعهدات طرفین می‌پردازد و در تسویه معاملات تعهدی ندارد. در مقام مقایسه این سازوکار با عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به‌عنوان اتاق پایاپای معاملات بورس داخلی به‌نظر می‌رسد یکی از وظایف سمات، پایاپای و تسویه معاملات است. زیرا، براساس ماده ۱۵ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، عملیات تسویه از طریق این نهاد صورت می‌گیرد و سمات به محض دریافت اطلاعات معامله از شرکت بورس، اعتبارات را از حساب متعهد به حساب متعهدله جابجا می‌کند؛ در حالی که براساس سازوکار محاسبه‌گری با روش شبکه‌سازی وضعیت، اتاق فقط باید به تعیین وضعیت اعتباری طرفین اکتفا کند و انتقال اعتبارات به حساب متعهدله نیاز به رضایت و دستور بعدی متعهد دارد. بنابراین عملکرد سمات در فرایند تسویه و پایاپای معاملات صرف محاسبه نبوده و ماهیت سمات منطبق با نظریه شبکه‌سازی وضعیت نیست.

۲-۳. نظریه تسویه الزام‌آور

گرچه سیستم «شبکه‌سازی وضعیت» و صرف محاسبه حقوق و تعهدات، دارای کارایی زیادی در مرادوات مالی کلان و هماهنگی بین شرکت‌کنندگان، همچون جلوگیری از پرداخت‌های مکرر است، اما در صورت عدم موافقت متعهد با جابجایی اعتبارات از حساب وی به حساب متعهدله، عملاً اجرای تعهدات در نظام تسویه با اختلال مواجه می‌شود. به‌منظور جلوگیری از این امر و کاهش ریسک عدم اجرای تعهدات، بازارهای مالی سازوکار تسویه‌ای دیگری به خدمت می‌گیرند

1. bilateral position netting.

2. multilateral position netting.

که به «شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور»^۱ معروف است که از آن می‌توان به سازوکار «نظام وثیقه‌گذاری با وکالت در تسویه» تعبیر کرد؛ شرکت‌کنندگان در بازار، بر مبنای یک پیش‌قرارداد الزام‌آور، با انتقال وجه بین حساب‌های مختلف که بعداً از معاملات مختلف ناشی می‌شود، از قبل موافقت می‌کنند (Report, 1998:11).

در این سازوکار کلیه اعتباراتی که هر معامله‌کننده در فرایند معاملات به حساب او منتقل می‌شود، به‌عنوان تضمین اجرای تعهدات وی (در معاملاتی که وی متعهد آن است)، در نظر گرفته می‌شود و علاوه بر آن، پیش از انجام معامله، وثیقه‌هایی از هر معامله‌کننده‌ای دریافت می‌شود که طی قرارداد جداگانه وثیقه‌گذار، حق برداشت از محل وثیقه را به منظور اجرای تعهد به اتاق پایاپای می‌دهد. در بازارهای مالی (اعم از پولی و سرمایه) اتاق به‌طور روزانه میزان وثائق شرکت‌کنندگان در بازار را ارزیابی می‌کند و طرفین بر حسب این ارزیابی مجاز به انجام معامله خواهند شد. (Levitin, 2013:455)

در مقررات داخلی نیز ماده ۳۴ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات در بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹/۸/۲۲، چنین بیان می‌دارد: «طرفین معامله هم‌زمان با ارائه درخواست خرید و فروش، اختیار اباحه تصرف در منافع حاصل از وجوه واریزی به حساب شرکت (سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه) را به‌عنوان وجوه تضمین به شرکت می‌دهند».

در سیستم «شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور» اتاق پایاپای به‌عنوان وکیل در پرداخت عمل می‌کند. چنین سازوکاری در بازارهای بورس داخل کشور نیز اجرا می‌شود؛ ماده ۱۲ و ۱۳ آئین‌نامه اتاق پایاپای مصوب ۱۳۸۴/۳/۹ و ماده ۲۲ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای مصوب ۱۳۸۸/۵/۱۳، کلیه کارگزاران شرکت‌کننده در بازار بورس را ملزم به داشتن حساب تضمینی با مبالغ خاص می‌کند و در تبصره ماده فوق بیان می‌دارد «شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ... به‌عنوان وکیل حق برداشت از حساب یادشده را صرفاً به منظور انجام عملیات پایاپای وجوه ناشی از معاملات خواهد داشت».

در فرایند تسویه معاملات در بازار سرمایه داخلی، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، مسئول انجام تسویه و پایاپای معاملات است؛ سمات حسب قرارداد وکالت و حسب مقررات و دستورالعمل‌های اجرایی بورس از محل شبکه اعتبارات متعهد نزد سمات و در صورت عدم کفایت از محل وجوه تضمینی که متعهد در نزد سمات دارد، به وکالت از متعهد، تعهدات وی را اجرا می‌کند (حسین‌زاده، ۱۳۹۱:۳۰۷). باید توجه داشت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نسبت به میزانی که متعهد فاقد اعتبار کافی است، تعهدی ندارد؛ «در مقررات فعلی کشور ما تعهد اصلی پرداخت وجه اوراق بهادار

1. binding payments netting.

خریداری شده برعهده کارگزار است و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تعهد مستقلی در این خصوص برعهده نمی‌گیرد» (سلطانی، ۱۳۹۶: ۱۷۱).

بنابراین سازوکار اجرایی تسویه معاملات در سمات بر مبنای سازوکار «شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور» است و ماهیت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، «وکالت» در ایفای تعهدات از محل اعتبارات و وثایق کارگزاران است و تعهد مستقلی در این خصوص برعهده ندارد، گرچه در عمل در صورت عدم کفایت وثائق کارگزار، تعهدات از محل «صندوق ضمانت تسویه» اجرا شده و بعد از اجرا به کارگزار مربوط مراجعه می‌شود (ماده ۲۹ دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای).

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

مدیریت امر تسویه، وظیفه اصلی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی است؛ ثبت، سپرده‌گذاری، اخذ وثائق لازم از شرکت‌کنندگان در بازار بورس و ایجاد سازوکار محاسبه و تسویه شبکه‌ای از مهم‌ترین کارکردهای سمات است که بستر را برای انجام معامله از سوی شرکت‌کنندگان، محاسبه تعهدات و تسویه مؤثر مهیا می‌کند؛ سمات از طریق ایجاد شبکه حقوق و تعهدات هریک از شرکت‌کنندگان و معامله‌کنندگان و ارتباط این شبکه‌ها به یکدیگر (شبکه‌سازی) به محاسبه خالص حقوق و تعهدات هر معامله‌کننده می‌پردازد. با تصویب «دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای» از سوی سازمان بورس اوراق بهادار در ۱۳۸۸/۵/۱۳ ابهامات در خصوص نوع سازوکار اجرایی در تسویه معاملات بورس اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران پایان یافت و فرایند اجرایی به‌وضوح براساس روش «شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور» طراحی شده است که سمات در این سازوکار با اخذ وثایق و تضمینات لازم از معامله‌گران آتی، در اجرای تعهدات از این تضمین‌ها بهره می‌برد.

با توجه به مراتب مذکور در پاسخ به سؤالات مطرح‌شده راجع به نقش و ماهیت سمات در فرایند محاسبه و تسویه تعهدات در بازار بورس و حقوق و تکالیف طرفین معامله و سمات می‌توان بیان داشت که شرکت سپرده‌گذاری مرکزی از نظر نقش حقوقی، نهاد معامله‌گر نبوده، بلکه محاسبه‌گر است که بعد از محاسبه حقوق و تعهدات به وکالت از متعهدین و با جابجایی اعتبارات از شبکه بدهکار به شبکه بستانکار، اقدام به تسویه معاملات می‌کند و در صورت استتکاف متعاملین از پرداخت مابقی وجوه، به اجرای تعهدات از محل تضمین‌ها به‌نفع متعهدله مباردت می‌ورزد (سازوکار شبکه‌سازی تسویه الزام‌آور). بدین ترتیب سمات در انجام معاملات صحن هیچ نقشی ندارد و بعد از آن نیز در مرحله تسویه، تعهدات طرفین را قبول نمی‌کند. سمات مسئولیت مستقل در تسویه تعهدات به‌عهده ندارد، بلکه فقط در نقش «وکیل متعهد»، نسبت به تسویه تعهدات وی اقدام می‌کند؛ مسئولیت اجرای تعهدات برعهده کارگزاران و معامله‌گران است و سمات

تعهد مستقلی در اجرای تعهدات معامله‌گران ندارد؛ ولی در عمل تلاش می‌کند تا از همه ابزارها از جمله منابع موجود در «صندوق تضمین تسویه» استفاده کند تا در روند تسویه اختلالی ایجاد نشود. نتیجتاً سمات در تسویه معاملات هم به‌عنوان مدیر و ناظر به مدیریت و نظارت بر فرایند تسویه می‌پردازد و هم به‌عنوان نهاد تسویه با ماهیت «وکیل متعهد» به تسویه تعهدات و پایاپای وجوه مبادرت می‌ورزد.

امروزه اکثر قریب به اتفاق بورس‌های مطرح دنیا از «سازوکار معامله‌گر مرکزی» استفاده می‌کنند، زیرا این سازوکار دارای بالاترین سطح کارایی در انجام معامله و تسویه تعهدات است. استفاده از این سازوکار (به‌خصوص روش شبکه‌سازی با تبدیل تعهد که با استقلال سمات از بورس اوراق بهادار منافات ندارد) در حقوق داخلی نیز پیشنهاد می‌شود. با استفاده از این سازوکار، جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و همچنین امنیت سرمایه‌گذاری (به دلیل وجود اطمینان در تسویه قرارداد از سوی سمات در این سازوکار) در سطح بالاتری تأمین خواهد شد.



منابع

فارسی

- ابراهیمی، مریم (۱۳۹۵)، حقوق نقل و انتقال سهام در بورس. چاپ اول. تهران: انتشارات شهر دانش.
- باقری، محمود و نفیسه شوشی نسب (۱۳۹۲). «مالکیت مستقیم و غیرمستقیم اوراق بهادار»، مطالعات حقوقی، دوره ۴، شماره ۲، شیراز: دانشگاه شیراز. صفحات ۸۱ الی ۹۶.
- حسین زاده، جواد (۱۳۹۱)، قرارداد اختیار معامله (بررسی حقوقی و فقهی). چاپ اول، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- سلطانی، محمد (۱۳۹۶)، حقوق بازار سرمایه. چاپ سوم. تهران: انتشارات سمت.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۳)، نظریه عمومی تعهدات. چاپ هفتم. تهران: نشر میزان.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۲)، درس‌هایی از عقود معین. جلد اول. چاپ بیستم. تهران: گنج دانش.
- محسنی، محمدرضا (۱۳۹۴)، «سمت پیشگام در ارائه خدمات به ذی‌نفعان بازار سرمایه ایران». صنعت و توسعه، شماره ۹۳، تهران: وزارت اقتصاد، صفحات ۴۳ الی ۴۷.
- معبدی، دانا (۱۳۹۳)، مبانی، ساختار و عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه با تأکید بر نهاد پایاپای، صندوق تضمین و نظام ودیعه. پایان‌نامه جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد حقوق گرایش حقوق خصوصی، دانشگاه علم و فرهنگ.

قوانین و رویه قضایی

- ماده ۴ قانون خدمت و وظیفه عمومی مصوب ۱۳۶۳.
- ماده ۱۱ قانون حفاظت و بهسازی محیط زیست مصوب ۱۳۵۳.
- بند ۲۰ اصلاحی ۱۳۳۴ ماده ۵۵ قانون شهرداری‌ها.
- قانون اصلاح ماده (۱۳) قانون مواد خوردنی، آشامیدنی، آرایشی و بهداشتی مصوب ۱۳۷۹.
- نظریه مشورتی شماره ۷/۲۳۹۱ مورخه ۱۳۸۶/۴/۱۱ اداره کل حقوقی قوه قضائیه.
- رأی شماره ۳۶۴ مورخه ۱۳۷۸/۱۰/۱۹ هیئت عمومی دیوان عدالت اداری.
- دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۰۹۰۲۵۰۰۳۴۱ مورخه ۹۲/۲/۱۸ شعبه ۲۵ دیوان عدالت اداری.
- نظریه مشورتی شماره ۷/۷۱۳۰ مورخه ۱۳۶۵/۱۲/۳ اداره کل حقوقی قوه قضائیه.
- رأی وحدت رویه شماره ۱۳۳۸ مورخه ۹۳/۸/۱۹ هیئت عمومی دیوان عدالت اداری.

انگلیسی

- Asimakopoulos. Ioannis G. Nabilou Hossein. (2019). "In CCP We Trust ... Or Do We? Assessing the Regulation of Central Clearing Counterparties in Europe", Capital Markets Law Journal. June 2019. <Available at: <https://papers.ssrn.com/abstract/id=3188844>>. <last visited: 25 October 2019>
- A glossary of terms used in payments and settlement systems. (2003) Committee on Payment and Settlement Systems. ©Bank for International Settlements 2003. <available at: www.bis.org/cpmi/glossary_030301>. <Last visited: 20/10/2018>

- Baláž. Peter. (2005) "Netting in financial markets: Part I: Netting". *BLATEC*, Volume XIII, 1/2005. 22-28
- Bliss. R. & Papatthanassiou. C. (2006). "Derivatives Clearing, Central Counterparties and Novation: The Economic Implications". <available at: [https://www. Research gate](https://www.researchgate.net)>. <Last visited:16/10/2018>
- Chamorro-Courtland, Christian. (2012). "The Trillion Dollar Question: Can a Central Bank Bail Out a Central Counterparty Clearing House Which is "Too Big to Fail"?" *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*. Volume 6. Issue 2 Article 3. 436-443
- Chamorro-Courtland. Christian. (2010). "Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) Systems", *Banking & Finance Law Review* 517, <Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1710485>. 27/01/0218>. <Last visited: 17 Jan 2018>
- Clark. Ephraim. Kumar. Ghosh, (2004). "Dilip, Arbitrage, Hedging and Speculation: The Foreign Exchange Markets", Greenwood Publishing Group
- Consultative Report Recommendations for Central Counterparties. (2004). <available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d61.pdf>>. <Last visited: 26 October 2019>
- EuroCCP. Self-assessment against the CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures. (2012) Issuing Department: Legal & Compliance First date of issue. <available at: <http://www.euroccp.com>>. <Last visited: 26 October 2019>
- Francisco J. Garcimartin Alferez. T. (2006). "The UNIDROIT Project on Intermediated securities: Direct and Indirect Holding Systems". *Universidad Rey Juan Carlos of Madrid*. <available at: <http://citescerx.ist.psu.edu>>. <Last revised: 20/10/2018>
- Roe .Mark J. (2013). "Clearinghouse Overconfidence". *CALIFORNIA LAW REVIEW*. Vol. 101: 1641. 1640-1703
- Geva. Benjamin. (1999). "The Clearing House Arrangement". *Canadian Business Law Journal*. Volume 19. 138-165
- Garvin Nicholas. (2012). "Central Counterparty Interoperability". <available at: <https://pdfs.semanticscholar.org>>. <Last visited: 26 October 2019>. 59-68
- Glossary of terms related to payment, 2009, *clearing and settlement systems*, ECB (European central bank). <available at: <https://www.ecb.europa.eu>>. <Last revised: 17 Jan 2018>
- Goode, Roy. (2003). "Principles of Corporate Insolvency Law". *Sweet & Maxwell*
- Levitin .Adam J. (2013). "The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses". *THE GEORGETOWN LAW JOURNAL* The Georgetown Law Journal. Vol. 101:445. 445-466
- Lofton. Todd. (2005). "Getting Started in Futures". *John Wiley & Sons*.
- Principles on Close-Out Netting. (2013). *Published by the International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)*, Via Panisperna, 28 - 00184 Rome – ITALY, ISBN: 88-86449-26-7
- Schwarcz. Steven. 2018. "Central Clearing of Financial Contracts Theory and Regulatory Implications". *University of Pennsylvania Law Review*. Forthcoming 2018-19. 2-55

- Service Description SIX x-clear Ltd. (2016). "CCP Clearing Services for Equity Transactions for Members on SECOM". <available at: xcl-800-e.doc>. <Last revised: 17 Jan 2018>
- "The regulation of close-out netting in the new member states of the European Union". (2005). published by the European Financial Market Lawyers Group (EFMLG). <available at: secretariat@efmlg.org>. <Last visited: 1 October 2018>

