

# پژوهش‌های حقوقی

شماره ۹

هزار و سیصد و هشتاد و پنج - نیمسال اول

## مقالات

- فراز و فرود حقوق هسته ای جمهوری اسلامی ایران : از شورای حکام تا شورای امنیت
- تشکیل قرارداد در فضای سایبر
- قانون قابل اجرا در حمل و نقل هوایی: بررسی سوانح هوایی فوکر ۲۸ (۱۳۷۳) و سی - ۱۳۰ (۱۳۸۴)
- ممنوعیت حجاب اسلامی در اروپا از نظر موازین حقوق بشر
- جبران خسارات وارده به جمهوری اسلامی ایران به دلیل حملات غیرقانونی ایالات متحد به سکوه‌های نفتی

## موضوع ویژه : حقوق سرمایه گذاری در ایران

- بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران
- موافقتنامه راجع به اقدامات سرمایه‌گذاری مرتبط با تجارت (موافقتنامه تریمز) و آثار حقوقی الحاق ایران به آن
- ابعاد حقوقی انتقال فناوری از طریق سرمایه گذاری خارجی
- سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب قراردادهای ساخت، بهره برداری و انتقال با نگاهی بر قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱
- نظام حمایت از سرمایه گذاران از رهگذر طرح پرداخت غرامت به آنان در حقوق اتحادیه اروپا

## نقد و معرفی

- مصلحت اندیشی هیأت عمومی دیوانعالی کشور در واگذاری رسیدگی برخی جرائم اطفال به دادگاه کیفری استان
- چارچوب حقوقی قطعنامه ۱۶۹۶ شورای امنیت در مورد برنامه هسته‌های جمهوری اسلامی ایران
- نظارت جهانی بر اجرای حقوق بشر: از کمیسیون تا شورای حقوق بشر سازمان ملل متحد





## نظام حمایت از سرمایه‌گذاران از رهگذر طرح پرداخت غرامت به آنان در حقوق اتحادیه اروپا

دکتر سیدالهام‌الدین شریفی\*

**چکیده:** حمایت از سرمایه‌گذاران یکی از اهداف عمده دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا در خصوص خدمات سرمایه‌گذاری و مناسب بودن سرمایه به منظور توسعه عادلانه، روشن، کافی و یکپارچه بازارهای مالی است. از آنجا که صرف وضع مقررات و اعمال نظارت‌های مربوط برای حمایت از سرمایه‌گذاران در هر حال، مخصوصاً در مواردی که تقلب صورت گرفته باشد، کفایت نمی‌نماید، لذا پارلمان و شورای اروپا یک دستورالعمل خاص حمایت از سرمایه‌گذاران را که به عنوان دستورالعمل طرح غرامت سرمایه‌گذاران شناخته می‌شود، را به تصویب رساندند. این دستورالعمل برای مواردی که شرکتهای سرمایه‌گذاری قادر به انجام تعهدات در برابر مشتریان سرمایه‌گذار خود نباشند، یک حداقل خسارت ۲۰۰۰۰ یورویی را برای هر سرمایه‌گذار (حداقل سرمایه‌گذاران کوچک)، مقرر داشته است. حدود حمایت مقرر شامل وجوه، اوراق بهادار، اسناد مالی بازار و اوراق مربوط به آنها می‌شود، اما این دستورالعمل از دعاوی ناشی از مشاوره بد سرمایه‌گذاری حمایتی ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** اتحادیه اروپا، پرداخت غرامت، حمایت از سرمایه‌گذاری، شورای اروپا، سرمایه‌گذاری

### ۱- مقدمه

توسعه بازار سرمایه تا حد زیادی به توسعه و افزایش حقوق حمایت از

\* استادیار دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، وکیل پایه یک دادگستری

سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup> بستگی دارد. در نتیجه تحقیقات مفصلی که لاپورتا<sup>۲</sup> و همکارانش طی سالهای ۱۹۹۷-۹۸ انجام دادند، معلوم گردید که بازارهای سرمایه در کشورهای حقوق نوشته (با ریشه‌های حقوق فرانسوی، آلمانی، اسکاندیناوی) بجز ایتالیا و سوئد، به لحاظ ضعف حقوق حمایت از سرمایه‌گذاران، توسعه کمتری نسبت به کشورهای کامن‌لا که در آن حقوق حمایت از سرمایه‌گذاران قوی‌تر است، داشته است.<sup>۳</sup>

حمایت از سرمایه‌گذاران به شیوه‌های مختلف امکان‌پذیر است. در گذشته‌های نه چندان دور این حمایت از طریق مقررات حاکم بر شرکتها مانند مقررات مربوط به نقش سرمایه‌گذاران در سیاست‌گذاری، مدیریت و کنترل شرکتها، الزامی بودن تقسیم سود، حمایت از سهامداران اقلیت، و افزایش وظایف مدیران صورت می‌گرفت. در سالهای نزدیک‌تر، این حمایتها از طریق اصلاح مقررات حاکم بر بازار سرمایه مانند الزام مدیران شرکتها و دست‌اندرکاران بازار سرمایه به افشای اطلاعات مؤثر بر بازار سرمایه، ممنوعیت و مجرمانه تلقی شدن معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی<sup>۴</sup> و افزایش نظارت نهادهای عمومی<sup>۵</sup> و تغییر شیوه‌های حسابرسی و بازرسی، افزایش یافت. اما به واقع می‌توان برنامه تضمین سپرده‌ها<sup>۶</sup> در مؤسسات مالی و اعتباری و طرح پرداخت غرامت به سرمایه‌گذاران<sup>۷</sup> را تحولی شگرف در حمایت از سرمایه‌گذاران در دهه اخیر نامید.

<sup>۱</sup> Investor protection law.

<sup>۲</sup> La Porta

<sup>۳</sup> R. La Porta and others, Legal determination of external finance, *Journal of Finance*, 52, July 1997, pp. 1131-50.

<sup>۴</sup> برای مطالعه در این خصوص نک: سیدالهام‌الدین شریفی، «نظارت بر عملکرد مدیران شرکتهای سهامی توسط نهادهای دولتی در حقوق انگلیس و ایران»، *مجله پژوهش‌های حقوقی*، ۱۳۸۳، ش ۵، صص ۲۷۳-۲۵۳.

<sup>۵</sup> برای مطالعه در این خصوص نک: سیدالهام‌الدین شریفی، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات مجرمانه»، *مجله پژوهش‌های حقوقی*، ۱۳۸۳، ش ۶.

<sup>۶</sup> Deposit guarantee scheme.

<sup>۷</sup> Investor compensation scheme.

ما در این مختصر در صدد تبیین تمام شیوه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران در شرکتها و بازارهای سرمایه نبوده، بلکه صرفاً در صدد معرفی حمایت از سرمایه‌گذاران با پرداخت غرامت به آنان، با محوریت مقررات دستورالعمل اتحادیه اروپا در خصوص طرح پرداخت غرامت به سرمایه‌گذاران<sup>۸</sup> هستیم. در این راستا، ابتدا به معرفی کلی و اجمالی دستورالعمل طراح غرامت سرمایه‌گذاران (97/9/EU) خواهیم پرداخت سپس اهداف دستورالعمل مزبور بررسی گردیده و حدود حمایت قابل اعمال نسبت به سرمایه‌گذاران، موضوع بخش دیگر خواهد بود. در خاتمه نیز نحوه تأمین مالی طرح در کشورهای عضو اتحادیه بررسی خواهد شد.

## ۲- پیشینه دستورالعمل طرح غرامت سرمایه‌گذاران

دستورالعمل مصوب پارلمان و شورای اروپا در خصوص طرح غرامت سرمایه‌گذاران (97/9/EU)<sup>۹</sup> که به اختصار ICD نامیده می‌شود، به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل مخاطرات و زیانهای ناشی از عدم توانایی شرکتهای سرمایه‌گذاری به استرداد وجوه یا اموال سپرده شده به این شرکتها، به تصویب رسیده است.

البته این نحوه حمایتها از سرمایه‌گذاران در کشورهای اروپای غربی بی‌سابقه نبوده و از دهه ۱۹۷۰ آغاز شده بود اما در نتیجه دستورالعمل مزبور و در راستای تبعیت از آن، کشورهای اروپایی، نظام ملی حمایت از سرمایه‌گذاران را اصلاح و معیارهای حداقلی در پرداخت غرامت به سرمایه‌گذاران، به صورت هماهنگ و در جهت رسیدن به یک بازار سرمایه واحد اروپایی، به تصویب رساندند. در کشور آلمان، دستورالعمل طرح غرامت سرمایه‌گذاران (ICD) با تصویب قانون «تضمین سپرده‌ها و غرامت سرمایه‌گذاران» مصوب ۱۹۹۸ وارد قوانین آلمان شد. همانطوری که از عنوان قانون بر می‌آید، در این کشور دستورالعمل طرح تضمین سپرده‌ها (1994/19/EU) و دستورالعمل طرح غرامت سرمایه‌گذاران (۱۹۹۷) مشترکاً در قانون

<sup>8</sup> EU Investor compensation directive (97/9/EU).

<sup>9</sup> Directive (97/9/EU) of E. Parliament and the Council on Investor protection schemes.

واحدی گنجانده شده است.<sup>۱۰</sup>

در نظام حقوقی انگلیس تمامی مقررات حمایت از سرمایه‌گذاران از جمله دستورالعمل طرح غرامت سرمایه‌گذاران، در قانون خدمات مالی و بازار مصوب سال ۱۱۲۰۰۰ ادغام و جمع گردید. البته در این نظام حقوقی، مانند نظام حقوقی هلند، به لحاظ نزدیکی مقررات سابق به مقررات دستورالعمل، تغییر اساسی در نظام حمایتی از سرمایه‌گذاران به وجود نیامد.<sup>۱۲</sup>

حمایت از سرمایه‌گذاران یکی از اهداف مورد تصریح در دستورالعمل (93/2/EC) در خصوص خدمات سرمایه‌گذاری<sup>۱۳</sup> بود، اما صرف وضع مقررات و نظارت‌های مقرر در دستورالعمل مذکور برای حمایت از سرمایه‌گذاران در هر حال کفایت نمی‌کرد. بدین لحاظ پارلمان و شورای اروپا دستورالعمل پیشنهادی خود را در سال ۱۹۹۴ مطرح نمودند که نهایتاً در سال ۱۹۹۷ به تصویب رسید. این دستورالعمل یک استاندارد و حداقل هماهنگ در بین کشورهای اروپایی را در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل عدم توانایی یا تقلب شرکتهای سرمایه‌گذاری، ایجاد نمود.<sup>۱۴</sup>

سرمایه‌گذار مورد نظر و مورد حمایت دستورالعمل ۱۹۹۷ (ICD)، شخصی است که از طریق شرکتهای مالی و سرمایه‌گذاری ارائه‌دهنده خدمات سرمایه‌گذاری عمل می‌نماید و در این راستا وجوه یا اوراق بهادار خود را در اختیار شرکتهای مزبور قرار می‌دهد.

در دستورالعمل ۱۹۹۷ (ICD) از شرکتهای سرمایه‌گذاری هیچ تعریفی ارائه نشده است و این امر به دستورالعمل سال ۱۹۹۳ در خصوص خدمات سرمایه‌گذاری ارجاع شده است. ماده ۱ دستورالعمل مذکور، شرکت سرمایه‌گذاری

<sup>10</sup> Deposit protection and Investment compensation in Germany, *Deutsche bondes bank, monthly report*, July 2000, p. 29.

<sup>11</sup> Financial Services and markets Act-2000

<sup>12</sup> Gillian Garcia and H. Prast, *Despositor and investor protection in EU and Netherland*, DNB, 2005, p. 9.

<sup>13</sup> Directive on Investment Services (93/22/EC).

<sup>14</sup> Julian R. Franks and others, *Asset Management and Investor Protection*, London, Oxford, 1<sup>st</sup> ed., 2003, p. 26.

را به هر شخص حقوقی که شغل و تجارت معمولی آن، ارائه خدمات سرمایه‌گذاری به اشخاص ثالث در مقابل حق‌الزحمه است تعریف شده است.

### ۳- اهداف طرح غرامت سرمایه‌گذاران

به نظر می‌رسد که هدف اصلی دستورالعمل ۱۹۹۷ در خصوص طرح غرامت سرمایه‌گذاران، حمایت از سرمایه‌گذاران نیست. اگر چه حمایت از سرمایه‌گذاران، همواره به عنوان یک ایده‌آل مورد توجه پارلمان و شورای اروپا بوده و در دستورالعمل‌های متعدد وضع شده به وسیله آنان منعکس گردیده است؛ اما این امر هدف نهایی و غایی تلقی نمی‌گردد. بلکه حمایت از سرمایه‌گذاران، خود یکی از ابزارهای نیل به هدف اصلی و نهایی، یعنی رسیدن به یک بازار واحد، توسعه یافته و منظم اروپایی در زمینه مالی و سرمایه‌گذاری است.

به همین جهت بوده است که دستورالعمل پارلمان و شورای اروپا در خصوص طرح غرامت سرمایه‌گذاران در راستای دستورالعمل شورای اروپا در خصوص خدمات سرمایه‌گذاری در زمینه اوراق بهادار (93/2/EC) به تصویب رسیده است.<sup>۱۵</sup> در راستای هدف مزبور در دستورالعمل ۱۹۹۳ صراحتاً تأکید شده است که مقررات این دستورالعمل، یک ابزار مهم جهت رسیدن به یک بازار داخلی (اروپا) در زمینه سرمایه‌گذاری است. بر این اساس دولت‌های عضو ملزم شده‌اند که تمام شرکتهای سرمایه‌گذاری را مکلف نمایند که از حقوق احتمالی سرمایه‌گذاران در خصوص وجوه و اسناد متعلق به آنان حمایت نمایند.<sup>۱۶</sup> از آنجایی که از طریق سیستمهای نظارتی، نمی‌توان حمایت کامل از سرمایه‌گذاران را برقرار نمود. مخصوصاً در مواردی که تقلب و کلاهبرداری نسبت به اموال آنان به وسیله شرکتهای سرمایه‌گذاری صورت گرفته باشد و از آنجایی که حمایت از سرمایه‌گذاران و اطمینان آنان نسبت به نظام مالی و سرمایه‌گذاری، عامل اساسی در عملکرد مطلوب

<sup>۱۵</sup> دستورالعمل مزبور به موجب دستورالعمل پارلمان و شورای اروپا 2004/39/EC در خصوص ابزارهای مالی در بازارها و (MIFID) اصلاح گردیده است. در دستورالعمل اصلاحی نیز رسیدن به یک بازار واحد توسعه یافته از طرق مختلف منجمله از طریق حمایت از سرمایه‌گذاران، به عنوان هدف اصلی معرفی شده است.

<sup>۱۶</sup> Julian R. Franks, *op. cit.*, p. 28.

بازارهای سرمایه و رسیدن به یک بازار توسعه یافته در این زمینه است. لذا وجود طرح غرامت سرمایه‌گذاران در کشورهای عضو که حداقل مبلغ معین از زیانهای سرمایه‌گذاران را پوشش دهد، بسیاری ضروری می‌باشد.<sup>۱۷</sup>

به عبارت دیگر با وجود وضع مقررات متعدد در زمینه بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری در نظام اتحادیه اروپا که در اکثر آنها بر حمایت از سرمایه‌گذاران تأکید شده است و با وجود اینکه نهادهای نظارتی متعددی برای نظارت بر بازارهای سرمایه پیش‌بینی شده است، اما هیچیک از این اقدامات تضمین‌کننده عدم زیان سرمایه‌گذاران، بخصوص سرمایه‌گذاران کوچک نمی‌تواند باشد. لذا وجود یک طرح (صندوق) پرداخت غرامت به سرمایه‌گذاران ضروری می‌باشد تا از این طریق اطمینان به بازارهای سرمایه افزایش یافته و توسعه بیشتری پیدا نمایند.

توسعه بازار سرمایه تا حد زیادی به اطمینان سرمایه‌گذاران به بازار مزبور بستگی دارد و یکی از عوامل مؤثر در اطمینان سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه، حمایت‌های است که از سرمایه‌گذاران به وسیله دولت به عمل می‌آید. هر چقدر دامنه حمایتها بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران بخصوص سرمایه‌گذاران کوچک با اطمینان بیشتری وارد بازار سرمایه گردیده و این امر نیز به نوبه خود توسعه بازار سرمایه را دربرخواهد داشت.

یکی از دلایل توسعه یافتگی بیشتر بازار سرمایه کشورهای انگلیس و ایتالیا نسبت به سایر کشورهای اروپایی در دهه ۹۰ میلادی، حمایت‌های بیشتری بود که در این کشور از سرمایه‌گذاران به عمل می‌آمد.<sup>۱۸</sup> ارزیابی به عمل آمده از طرح غرامت سرمایه‌گذاران در تک تک کشورهای اروپایی حاکی از آن است که طرح مزبور که مشابه یک صندوق بیمه (بدون پرداخت حق بیمه) برای سرمایه‌گذاران، بخصوص سرمایه‌گذاران کوچک، عمل می‌نماید، در جذب سرمایه‌های بیشتر در بازار سرمایه مؤثر بود و هر مقدار دامنه حمایت افزایش یافته است، این اطمینان به سرمایه‌گذاری و میزان سرمایه‌گذاری به خصوص به وسیله سرمایه‌گذاران کوچک افزایش یافته

<sup>17</sup> Rafael La Porta and others, "Investor protection and corporato Governance", *Journal of Financial Economics* no. 58, 2000, p. 9.

<sup>18</sup> La Porta, "Legal determination of external finance", *op. cit.*, p. 1149.

است.<sup>۱۹</sup>

#### ۴- حدود حمایت

مطابق دستورالعمل ۱۹۹۷ کشورهای عضو اتحادیه باید تضمین نمایند که طرح غرامت سرمایه‌گذاران در کشورشان ایجاد و پرداخت غرامت حداقل مبلغ ۲۰۰۰۰ یورو برای هر سرمایه‌گذار را پوشش دهد. به عبارت دیگر تضمین پرداخت غرامت حداقل ۲۰۰۰۰ یورویی برای هر سرمایه‌گذار بر عهده دولتهای عضو می‌باشد.<sup>۲۰</sup> در برخی از کشورها مانند انگلیس پرداخت غرامت بالاتر از حداقل ۲۰۰۰۰ یورویی مقرر شده است.<sup>۲۱</sup>

به تبعیت از دستورالعمل غرامت سرمایه‌گذاران، حمایت در کشورهای عضو اتحادیه، ناظر بر مواردی است که خدمات سرمایه‌گذاری به وسیله مؤسسات اعتباری یا شرکتهای مالی و سرمایه‌گذاری ارائه شده باشد. همچنین خسارات به سرمایه‌گذاران عادی قابل پرداخت بوده و نه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که شغل اصلی آنان سرمایه‌گذاری در امور مختلف می‌باشد.<sup>۲۲</sup> معذک کشورهای عضو اتحادیه می‌توانند، مؤسسات مالی مشمول دستورالعمل را در صورتی که مطابق بند ۱ ماده ۳ دستورالعمل EC/۹۴/۱۹ در خصوص طرح تضمین سپرده‌ها<sup>۲۳</sup> از عضویت در طرح تضمین سپرده‌ها معاف نموده باشند، استثناء نمایند، مشروط بر آنکه حمایتها و اطلاعات ارائه شده به سپرده‌گذاران، با همان شرایط به سرمایه‌گذاران ارائه و آنان از حداقل حمایت مقرر به وسیله طرح غرامت سرمایه‌گذاران در هر حال، بهره‌مند گردند.

حمایت مقرر در دستورالعمل شامل وجوه، اوراق بهادار، اسناد مالی بازار<sup>۲۴</sup> و اسناد مربوط به آنها می‌شود. پرداخت غرامت به سرمایه‌گذار زمانی مطرح می‌گردد

<sup>19</sup> Evaluation of the investment compensation scheme directive, *Executive Report, EU commission* 2005, p. 6.

<sup>20</sup> *Ibid.*, p. 1.

<sup>21</sup> Gillain Garcia, *op. cit.*, p. 17.

<sup>22</sup> Julian R. Franks, *op. cit.*, p. 124.

<sup>23</sup> Deposit Guarantee Scheme (94/19/EC).

<sup>24</sup> Money market instruments.



که مؤسسات یا شرکتهای اعتباری یا سرمایه‌گذاری، دیگر در وضعیتی نباشند که بتوانند وجوه مربوط به بدهی خود به سرمایه‌گذاران را که ناشی از تجارت یا خدمات و سرمایه‌گذاری بوده، به آنان برگردانند یا اوراق بهادار یا اسناد مالی متعلق به سرمایه‌گذار را که در راستای اداره و تصدی تحت تسلط اختیار آنها قرار گرفته است، نتوانند مسترد نمایند.<sup>۲۵</sup>

مقررات دستورالعمل مزبور هیچگونه حمایتی از دعاوی و زیانهای ناشی از ارائه مشاوره بد سرمایه‌گذاری، ارائه نمی‌دهد. ارائه مشاوره بد در زمینه سرمایه‌گذاری، یکی از موارد مهمی است که برای سرمایه‌گذاران کوچک مشکل ساز بوده و ممکن است زیانی برای آنها در برداشته باشد. لذا حمایت از سرمایه‌گذاران عادی در مقابل زیانهای ناشی از ارائه مشاوره بد به وسیله شرکتهای ارائه‌دهنده خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری، می‌تواند در ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران و توسعه بازار سرمایه بسیار مؤثر باشد. این امر تنها در نظام حقوقی انگلیس مورد توجه قرار گرفته و زیانهای ناشی از ارائه مشاوره بد به وسیله شرکتهای سرمایه‌گذاری و مالی، مانند سایر موارد مثل ورشکستگی و تقلب شرکتهای مزبور، مشمول طرح پرداخت غرامت به سرمایه‌گذاران قرار گرفته است.<sup>۲۶</sup>

بدین ترتیب طرح مزبور تنها از دارایی سرمایه‌گذاران در مقابل زیانهای ناشی از اقدامات عمدی زیانبار مانند سرقت، خیانت در امانت، کلاهبرداری یا سایر اشکال تصرف غیرقانونی اموال سرمایه‌گذاران و همچنین از اقدامات غیرعمدی به زیان سرمایه‌گذاران مانند تقصیر، اشتباه و ورشکستگی حمایت می‌نماید.<sup>۲۷</sup>

البته طرح مزبور تنها عهده‌دار یک نوع حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل زیانهای مختلفی است که ممکن است متوجه آنان گردد. سایر انواع حمایتها به موجب قوانین خاص، مانند قوانین ناظر بر بازار سرمایه و معاملات اوراق بهادار، نیز در دسترس سرمایه‌گذاران هستند.

<sup>25</sup> Gillain Garcia, *op. cit.*, p. 7.

<sup>26</sup> Clifford E. Krisch, *Investment Advisor Regulation USA*, pII pub., 7<sup>th</sup> ed., 2004, pp. 2-28; Julian R. Franks, *op. cit.*, p. 123.

<sup>27</sup> Chris Ollingron, *A Business Guide to EU Enlargement: Trading and Investment*, UK, Kogan, 1<sup>st</sup> ed., 2004, p. 210.

از ابهامات موجود در دستورالعمل می‌توان به زیانهایی اشاره کرد که مستقیماً از رابطه قراردادی با شرکتهای مالی و سرمایه‌گذاری به وجود نیامده‌اند، بلکه از اقدامات اشخاص ثالث نشأت گرفته‌اند. مثلاً در مواردی که شرکت سرمایه‌گذاری در راستای تجارت سرمایه‌گذاری، اموال (وجوه یا اوراق بهادار) مشتری را به بانک یا شخص ثالث (دلالت) می‌سپارد و بانک یا شخص ثالث مزبور ورشکسته می‌گردد. در چنین مواردی شمول طرح بر چنین زیانهایی محل تردید می‌باشد. بخصوص در مواردی که شرکت سرمایه‌گذار واسطه، تمام اقدامات و احتیاطات لازمه را انجام داده باشد.<sup>۲۸</sup>

مهمترین خلأ موجود در دستورالعمل (ICD)، عدم شمول طرح غرامت سرمایه‌گذاران به زیانهایی ناشی از مشاوره بد می‌باشد. مخصوصاً که با توجه به دستورالعمل شورای اروپا (۲۰۰۴/۱۳۹) در خصوص ابزارهای مالی در بازار، که ارائه مشاوره سرمایه‌گذاری یکی از خدمات سرمایه‌گذاری اصلی تلقی شده است، ضرورت اصلاح مقررات دستورالعمل (ICD) جهت پوشش دادن به زیانهایی ناشی از مشاوره بد سرمایه‌گذاری ضروری می‌نماید.

از نکات مهم و مثبت موجود در دستورالعمل مزبور، می‌توان به عدم پوشش تمام زیانهایی سرمایه‌گذاران اشاره داشت. برای اینکه سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری خویش رعایت تمام احتیاطات لازمه را در انتخاب شرکتهای سرمایه‌گذاری بنمایند و سرمایه خویش را در هر حال تضمین شده، تلقی نکنند، دستورالعمل صرفاً پرداخت ۹۰٪ زیانهایی وارد به سرمایه‌گذار را مقرر کرده است.<sup>۲۹</sup>

## ۵- نحوه تأمین مالی طرح

غرامت سرمایه‌گذاران باید از مبالغی پرداخت گردد که در راستای مشارکت شرکتهای سرمایه‌گذاری در طرح غرامت سرمایه‌گذاران، جمع‌آوری شده است. بنابراین روش اصلی تأمین منابع مالی طرح، مشارکت شرکتهای سرمایه‌گذاری در این طرح می‌باشد. به عبارت دیگر طرح مزبور مانند صندوق بیمه‌ای عمل می‌نماید

<sup>28</sup> Gillian Garcia, *op. cit.*, p. 9.

<sup>29</sup> Evaluation of the investment compensation directive, *loc. cit.*

که حق بیمه را شرکت‌های مالی یا سرمایه‌گذاری پرداخت می‌نماید و در مقابل در صورت ورود خسارتی به سرمایه‌گذاران، پرداخت می‌گردد.

با توجه به عدم تعیین ضوابطی در دستورالعمل در خصوص نحوه محاسبه حق‌السهم شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، اختلافات قابل توجهی در این خصوص، بین کشورهای عضو وجود دارد.<sup>۳۰</sup>

یکی از مشکلات اساسی که ممکن است طرح‌های کشورهای عضو با آن مواجه باشند، عدم کفایت وجوه جمع‌آوری شده از مؤسسات و شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، جهت پرداخت خسارت باشد. به عبارت دیگر اقدامات یا تقصیرات بزرگ زیانبار، ممکن است هزینه‌های زیادی را جهت پرداخت غرامت به طرح تحمیل نماید، در حالی که مبالغ هزینه‌های مزبور پیش‌بینی نگردیده و قابل تأمین به وسیله مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.

اصلی‌ترین روش جبران کسری برای طرح‌های کشورهای عضو اتحادیه، استقراض از مؤسسات مالی و اعتباری می‌باشد. به فرض اینکه در قوانین ملی ایجاد کننده طرح، چنین اختیاری برای طرح در استقراض پیش‌بینی شده باشد، امکان موفقیت‌آمیز بودن این شیوه بشدت محل تردید است، زیرا قطعاً مؤسسات مالی و اعتباری وام‌دهنده در توانایی طرحها در بازپرداخت وجوه وام گرفته شده، تردید اساسی داشته و تمایل به اعطای وام نخواهند داشت.

شیوه ممکن و عملی دیگری که برای جبران کسری طرحها می‌تواند، مطرح گردد، تضمین تعهدات طرح‌های غرامت سرمایه‌گذاران در کشورهای عضو اتحادیه، به وسیله دولتهای متبوع آنهاست. این امر تنها در تعداد اندکی از اعضای اتحادیه اروپا صریحاً پیش‌بینی و مقرر شده است.<sup>۳۱</sup> اگر چه مقررات دستورالعمل به نحو تلویحی مبین مسؤولیت دولتهای عضو اتحادیه در قبال سرمایه‌گذاران برای پوشش دادن به خسارت وارده به آنها می‌باشد.

<sup>30</sup> Julian R. Framks, *op. cit.*, p. 76.

<sup>31</sup> Charls Goodhart, *Finance Regulation* London, Routiod, 5<sup>th</sup> ed., 2003, p. 66.

## ۶- نتیجه

با توجه به اینکه مشارکت هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران کوچک نقش اساسی در توسعه بازارهای مالی و سرمایه دارد و مشارکت مزبور نیز به عملکرد مطلوب و اطمینان بخش بازار سرمایه بستگی دارد و با توجه به اینکه حمایت از سرمایه‌گذاران موجب اطمینان در بازار سرمایه گردیده و نقش مهمی در عملکرد مطلوب بازارهای سرمایه دارد صرف حمایت مقرر در قوانین ناظر بر بازار سرمایه و وجود نهادهای نظارتی، نمی‌تواند حمایت کامل از سرمایه‌گذاران را ایجاد نماید. لذا ایجاد نهادهای تضمینی برای سرمایه‌گذاران مانند طرح غرامت سرمایه‌گذاران در اتحادیه اروپا ضروری تشخیص داده شده و ایجاد نهادهای مزبور در توسعه بازار سرمایه مؤثر بوده است.

وجود نهادهای مزبور، حداقل به سرمایه‌گذاران کوچک این اطمینان را می‌دهد که در صورت تقلب، تقصیر یا ورشکسته شدن شرکتهای سرمایه‌گذاری که اموال یا وجوه جهت سرمایه‌گذاری به آنها سپرده‌اند، می‌توانند با مراجعه به نهادهای مذکور، حداقل قسمتی از زیان خود را جبران نمایند. امروزه با توجه به اهمیت و ضرورت توسعه بازار سرمایه و استفاده از سرمایه‌گذاران کوچک در این امر در ایران و اهتمام دولت به وضع مقررات جدید تنظیم‌کننده بازار سرمایه و حمایت از سرمایه‌گذاران مانند قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۸، به نظر می‌رسد که ایجاد نهادی مانند طرح غرامت سرمایه‌گذاران ضروری باشد. چنین نهادهایی که مانند صندوق بیمه سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران کوچک عمل می‌نمایند، صرف‌نظر از اینکه هیچگونه مغایرتی با موازین شرعی و قانون اساسی ایران نداشته، هیچگونه هزینه اضافی نیز به دولت تحمیل نخواهد کرد و غرامتها صرفاً از محل وجوه جمع‌آوری شده از شرکتهای مالی، اعتباری و سرمایه‌گذاری قابل پرداخت خواهد بود و دولت صرفاً باید به عنوان سیاستگذار و مجری طرح عمل نماید.



# JOURNAL OF LEGAL RESEARCH

VOL. V, NO. 1

2006-1

## Articles

- The Pros and Cons on Iran's Nuclear Rights: From IAEA Board of Governors to UN Security Council
- Formation of Contract at Cyberspace
- Applicable Law in Air Transport: Study of Fokker 28 and C-130 Crashes
- Prohibition of Islamic Headscarf in Europe from Human Rights Law Perspective
- Reparation for Damages Caused to Iran by Illegal Attacks of USA to the Iranian Oil Platforms

## Special Issue: Investment Law in Iran

- Critical Analysis of Securities and Stock Exchange Act (2005) and Its Effects on Iranian Capital Market
- Study of Trade Related Investment Measures Agreement (TRIMs) and Legal Effects of Iran Accession to It
- Legal Aspects of Transferring Technology via Foreign Investment
- Foreign Investment in Context of B.O.T. Contracts and the Iranian Foreign Investment Promotion and Protection Act
- Investment Compensation Scheme in EU Law

## Critique and Presentation

- Expediency of the General Board of the Supreme Court in Referring Juvenile Delinquency to County Criminal Courts
- Legal Context of 1696 Security Council Resolution on Iran's Nuclear Programme
- Universal Monitoring on Compliance with Human Rights: From UN Human Rights Commission to Council of Human Rights



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law

Research & Study