

امکان اعمال استانداردهای حمایتی در سرمایه‌گذاری‌های پورتفولیو

(مقاله علمی-پژوهشی)

مهراپ داراب‌پور*

سید محمد مهدی موسوی عبدالآبادی**

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۲۸

چکیده

حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی ابزاری سودمند برای سرمایه‌گذاران خارجی و دولت میزبان است. حمایت قوی از سرمایه‌گذار خارجی موجب جلب سرمایه‌گذاران بیشتر و در نتیجه رشد و توسعه اقتصادی کشور میزبان می‌شود و سرمایه‌گذار خارجی نیز با افزایش سرمایه خود به سود بیشتری دست می‌یابد. استانداردهای حمایتی از سرمایه‌گذاری خارجی به‌عنوان مستمسکی برای سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌شود که در صورت نقض آنها توسط دولت میزبان، سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند به موجب آن اقدام به مطالبه غرامت نماید. در سرمایه‌گذاری پورتفولیو، با توجه به تفاوت این نوع سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، حمایت‌های به این نوع از سرمایه‌گذاری را می‌طلبند و یک دسته از استانداردهای حمایتی که در سرمایه‌گذاری مستقیم و با توجه به ویژگی‌های این نوع سرمایه‌گذاری وجود دارد، نظیر استاندارد حمایت و امنیت کامل، در سرمایه‌گذاری‌های پورتفولیو قابل اعمال نیست. پس می‌بایست درخصوص این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها استانداردهایی را اعمال نمود که مفید فایده و کارآمد باشد. برخی از این استانداردهای مخصوص را باید در این مقاله جست‌وجو کرد. در نظام حقوقی ایران، آیین‌نامه اجرایی سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج بورس به‌نحو مختصری به حمایت از سرمایه‌گذار پورتفولیو پرداخته است که حمایت کافی را از سرمایه‌گذار خارجی فراهم نمی‌آورد.

کلیدواژگان:

سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری پورتفولیو، حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، استانداردهای حمایتی، اوراق بهادار.

* استاد، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی

Info@drdarabpour.ir

** دانشجوی دکتری حقوق نفت و گاز، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول)

Mousavi.sbulaw@gmail.com



Copyright: © 2023 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

مقدمه

طی سال‌های پس از جنگ جهانی دوم، جذب و به‌کارگیری سرمایه‌گذاری خارجی یکی از اهداف مهم اقتصادی دولت‌ها بوده است. افزایش سرمایه‌گذاری خارجی در کشورها باعث رشد و توسعه اقتصادی، افزایش رفاه اجتماعی و اقتصادی دولت میزبان، کاهش نرخ بیکاری می‌گردد. سرمایه‌گذاری خارجی به دو نوع مستقیم^۱ و پورتفولیو^۲ صورت می‌گیرد. سرمایه‌گذاری مستقیم که نوع مرسوم و متداول سرمایه‌گذاری است، از طریق به‌کارگیری سرمایه‌گذاری خارجی (غالباً اموال ملموس) در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود صورت می‌پذیرد. سرمایه‌گذاری پورتفولیو از طریق خرید سهام و اوراق بهادار در بازارهای داخلی کشور میزبان توسط سرمایه‌گذار خارجی شکل می‌گیرد. امروزه با توجه به افزایش دسترسی به اینترنت و گسترش این شبکه جهانی، تغییر نحوه کار بازارهای اوراق بهادار به صورت برخط (آنلاین) و در نتیجه آن سهولت دسترسی به این بازارها و مخاطرات سرمایه‌گذاری مستقیم نظیر سلب مالکیت^۳ های مستقیم و غیرمستقیم باعث توجه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری پورتفولیو در سال‌های اخیر شده است. آمار منتشره از سوی صندوق بین‌المللی پول بیانگر رشد تقریباً ۸۰ درصدی سرمایه‌گذاری پورتفولیو در جهان طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۱ میلادی است. در سال ۲۰۱۵ میلادی مجموع حجم سرمایه‌گذاری پورتفولیو ۵۰ میلیارد دلار بوده که این رقم در دسامبر سال ۲۰۲۱ به ۸۱ میلیارد دلار رسیده است. نکته قابل توجه در این خصوص، افزایش ۶۰ درصدی میزان سرمایه‌گذاری پورتفولیو در بازه زمانی ژوئن تا دسامبر سال ۲۰۲۰ یعنی هم‌زمان با پاندمی ویروس کرونا و قرنطینه‌های ایجاد شده و افزایش استفاده از اینترنت است.^۴ به طوری که امروزه ۸۰ درصد از سرمایه‌گذاری خارجی در کره جنوبی از طریق سرمایه‌گذاری پورتفولیو و بدهی‌های خارجی و مابقی از سرمایه‌گذاری مستقیم صورت می‌گیرد.^۵

1. Foreign Direct Investment (FDI)

2. Portfolio

3. Expropriation

4. Available at <<https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363>> , last visited 2/2/2023/

5. Vivienne Bath , Luke Nottage, **Foreign Investment and Dispute Resolution Law and Practice in Asia**, 1st ed, New York (United States) : Routledge, 2011 , p213/

افزایش تمایل سرمایه‌گذاران خارجی به سرمایه‌گذاری پورتفولیو برای سرمایه‌گذاران منافع متعددی دارد. پرداخت مالیات و عوارض اندک، عدم نیاز به خرید یا اجارهٔ املاک و کارگاه، عدم استخدام نیروی انسانی و معضلات حادث بعدی در خصوص بیمه‌های تأمین اجتماعی از جمله مزایای این‌گونه سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری پورتفولیو برای دولت‌ها نیز مزایایی دارد، مواردی نظیر تأمین منابع مالی از طریق فروش اوراق قرضهٔ دولتی، افزایش تعداد سهام و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، گسترش فعالیت‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده به واسطهٔ افزایش درآمد که به رشد و توسعهٔ اقتصادی منتهی می‌گردد.

سرمایه‌گذاری خارجی به‌عنوان یکی از فعالیت‌های ریسک‌پذیر برای هر ک از طرفین یعنی دولت میزبان و سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاری پورتفولیو به‌عنوان یکی از طرق سرمایه‌گذاری خارجی، برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم، با ورود تجهیزات، ماشین‌آلات و ابزار صنعتی به کشور میزبان و تأسیس کارگاه صورت نمی‌گیرد. در سرمایه‌گذاری پورتفولیو، سرمایه‌گذار خارجی با خرید سهام و یا سایر اوراق بهادار در بازارهای کشور میزبان اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند.

سرمایه‌گذاری پورتفولیو با توجه به ماهیت فعالیت خود، خطرپذیر محسوب می‌شود. نوسانات قیمت و تغییر ارزش سهام‌ها، مداخلات دولت در حوزهٔ قوانین و مقررات، محدودیت‌های انتقال ارز از کشور میزبان توسط سرمایه‌گذار خارجی، تعیین سقف جهت تملک سهام و تعیین بازه زمانی ممنوعه فروش از مواردی است که ممکن است به‌عنوان ریسک‌های این نوع سرمایه‌گذاری محسوب گردد. همان‌طور که سرمایه‌گذاری مستقیم مورد حمایت دولت‌های میزبان است و در این خصوص استانداردهای حمایتی شکل گرفته است، سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز مستحق حمایت از سوی دولت‌های میزبان است. سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز همانند هر فعالیت اقتصادی بین‌المللی در معرض رویارویی با ریسک‌های متعددی است. در همین راستا International Country Risk Guide (ICRG) به‌عنوان یک نشریهٔ معتبر به بررسی ریسک‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف می‌پردازد. این نشریه ۲۲ متغیر را در سه دستهٔ کلی یعنی ریسک‌های مالی، اقتصادی و سیاسی تحلیل می‌کند.^۱ ثبات نظام حقوقی، تناسب قوانین و

1. Hoti, Suhejla, The International Country Risk Guide: An Empirical Evaluation. 2003, P 2.

حمایت‌های قانونی ذیل دسته ریسک‌های سیاسی بررسی می‌گردند.^۱ این اطلاعات و مدل‌ها، قابلیت پیش‌بینی و ارزیابی را به سرمایه‌گذار خارجی می‌دهد تا اولاً وضعیت کلی و ریسک‌های موجود در کشور میزبان را بررسی نماید و ثانیاً آنها را برحسب اهمیت و تأثیری که بر نوع سرمایه‌گذاری خود دارد طبقه‌بندی نماید.^۲ افزایش حمایت از سرمایه‌گذار خارجی و ایجاد بستری امن برای سرمایه‌گذاری، رابطه‌ای مستقیم با افزایش میزان سرمایه‌گذاری خارجی در آن کشور دارد. یکی از دلایل قلت سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه، کمبود اقدامات و ضعف سیستم حمایتی دولت‌ها از سرمایه‌گذاران خارجی است.^۳

بنابراین حمایت از سرمایه‌گذار خارجی از اهمیت بسزایی برخوردار است. از آنجایی که سرمایه‌گذاران خارجی بیشتر از سرمایه‌گذاران داخلی در معرض مصادره قرار دارند و این موضوع در سرمایه‌گذاری پورتفولیو به مراتب محسوس‌تر است.^۴

درخصوص پیشینه تحقیق حاضر می‌بایست به مقاله‌ای از آقایان نیکبخت و پیری تحت عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار (پورتفولیو): رویکرد دیوان‌های داوری و معاهدات سرمایه‌گذاری» که در سال ۱۳۹۶ منتشر شده است، اشاره کرد. مقاله یادشده سرمایه‌گذاری پورتفولیو را از حیث شمول یا عدم شمول معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری نسبت به این گونه سرمایه‌گذاری‌ها بررسی کرده است. محور اصلی مقاله مذکور ارائه مفهوم سرمایه‌گذاری پورتفولیو و بررسی صلاحیت مرکز ایکسید درخصوص رسیدگی به اختلافات ناشی از سرمایه‌گذاری پورتفولیو در آن مرجع است و درخصوص موضوع اصلی مورد بحث این نوشتار، یعنی حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو، مطالبی ارائه نشده است. La porta و همکاران خود^۵ در مقاله‌ای با عنوان Law and Finance که در سال ۱۹۹۸ منتشر گردید، به بررسی آثار قوانین و

1. *Ibid*, p 4.

2. Llewellyn D. Howell, International Country Risk Guide Methodology, PRS group, p1, Available at < <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>> Last visited 7/3/2023/

3. Thapa, Chandra and Poshakwale, " Sunil S. Investor protection and foreign equity portfolio investments ". *Global Finance Journal*, 22 (2). pp 116-129.

4. Poshakwale, Sunil S. & Thapa, Chandra, 2011. "Investor protection and international equity portfolio investments," *Global Finance Journal*, Elsevier, vol. 22(2). P 3.

5. Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer and robert w. vishny (LLSV).

همچنین تأثیر نظام‌های حقوقی مختلف بر سرمایه‌گذاران پرداخته است. در این تحقیق یکی از محورهای بررسی، آثار حمایت‌های قانونی بر سرمایه‌گذاران است، اما این نوع حمایت‌ها مورد تحلیل قرار نگرفته‌اند. نویسندگان مزبور در سال ۲۰۰۲ مقاله‌ای را تحت عنوان Investor protection and corporate valuation تحریر نمودند که در آن به تأثیر حمایت‌ها بر ارزش شرکت‌ها پرداخته و به بررسی این‌گونه حمایت‌ها پرداخته‌اند و تحقیق آنها متکی بر تحلیل اقتصادی است.

نوشتار حاضر با بررسی استانداردهای حمایتی در سرمایه‌گذاری مستقیم و تطبیق آنها با شرایط سرمایه‌گذاری پورتفولیو درصدد پاسخ به این پرسش‌ها است که آیا استانداردهای حمایتی موجود در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، درخصوص سرمایه‌گذاری‌های پورتفولیو نیز قابل اعمال است یا خیر؟ و آیا نظام حمایتی خاصی درخصوص حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو حاکم است؟ پاسخ به این سؤالات در نوشتار حاضر با بررسی معاهدات سرمایه‌گذاری، قوانین و مقررات داخلی حاکم بر سرمایه‌گذاری پورتفولیو در ایران و همچنین تحلیل ماهیت این نوع سرمایه‌گذاری ارائه می‌گردد.

در ادامه بدو به بررسی تفاوت‌های میان سرمایه‌گذاری پورتفولیو و مستقیم می‌پردازیم و در ادامه مطالب استانداردهای حمایتی از سرمایه‌گذاران خارجی و همچنین نظام حقوقی حاکم بر سرمایه‌گذاری پورتفولیو در ایران از منظر چگونگی فعالیت و همچنین حمایت از سرمایه‌گذاران تحلیل می‌شود.

۱. تفاوت سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری پورتفولیو

مهم‌ترین تفاوت سرمایه‌گذاری مستقیم و پورتفولیو در موضوع سرمایه‌گذاری و یا به عبارت دیگر مصادیق سرمایه در آنها است. سرمایه در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی مصادیق متعددی دارد که به استثنای برخی مصادیق نظیر حقوق متعلق به اموال فکری و دیون، غالباً جزء اموال مادی ملموس^۱ اند. در سرمایه‌گذاری مستقیم، سرمایه‌گذار خارجی در کشور میزبان حضور فعال

۱: Tangible آن دسته از اموالی را گویند که در عالم خارج وجود فیزیکی و مشهود دارد.

دارد، با این توضیح که سرمایه‌گذاری خارجی که غالباً از طریق یک بنگاه اقتصادی^۱ به نحو شعبه، نمایندگی یا شرکت (حقوقی یا مدنی) در کشور میزبان فعالیت می‌کند و این فعالیت حسب مورد منتهی به تولید، توزیع، ساخت، استخراج و نظایر آن می‌شود. این ویژگی در سرمایه‌گذاری پورتفولیو، خصوصاً به صورت غیرراهبردی وجود ندارد و سرمایه‌گذار صرفاً اقدام به تملک سهام شرکت و یا اوراق خریداری اوراق قرضه می‌نماید و هیچ‌گونه فعالیت فیزیکی دیگری در کشور میزبان ندارد. سرمایه‌گذاری مستقیم در راستای معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد و مقررات حاکم بر این نوع سرمایه‌گذاری، تحت تأثیر مضامین معاهدات است. علاوه بر معاهدات سرمایه‌گذاری، قوانین داخلی کشورهای میزبان نیز به‌عنوان یکی از منابع اصلی سرمایه‌گذاری مستقیم است. در مقابل، سرمایه‌گذاری پورتفولیو بعضاً به‌صراحت از دایره شمول معاهدات سرمایه‌گذاری خارج شده است و درخصوص اینکه آیا معاهدات سرمایه‌گذاری شامل سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز می‌شود، اختلاف وجود دارد. در نظام حقوقی ایران، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی علاوه بر آنکه تحت تأثیر معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری است، از قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی نیز اثر می‌پذیرد. سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز مشمول آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج بورس است که هیئت وزیران به استناد بند (۳) ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی در سال ۸۹ به تصویب رسانده است.^۲ موضوع دیگری که باید مد نظر قرار گیرد، عنصر مدیریت است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذار خارجی در شرکت علاوه بر مالکیت سهام، می‌تواند مدیریت شرکت را نیز به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر عهده داشته باشد. همان‌طور که در این خصوص، مرکز داوری ایکسید^۳ در پرونده Vivendi v. Argentine سرمایه‌گذاری خارجی (سهام) و سرمایه‌گذار خارجی را در صورتی

←Karius, Tim, "[Intellectual property and intangible assets: Alternative valuation and financing approaches for the knowledge economy in Luxembourg](#)", *European Institute for Knowledge & Value Management (EIKV), Luxembourg*, volume 3, number 3, 2016. p 7.

و یا به تعبیر دیگری، کلیه اشیای مادی خارجی است که قابلیت نقل و انتقال را از محلی به محل دیگر دارد (کانونیان، ناصر، **اموال و مالکیت**، ج ۴۹، تهران: بنیاد حقوقی میزان، ۱۳۹۶، ص ۶۰). به طور کلی می‌توان اموال منقول و غیرمنقول نظیر ساختمان‌ها، دستگاه‌های صنعتی و اتومبیل را اموال ملموس مادی دانست.

1. Enterprise

۲. شیروی، عبدالحسین، **حقوق تجارت بین الملل**، چاپ یازدهم، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۹۸، ص ۵۰۶.

3. International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID).

مشمول ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری آرژانتین و فرانسه می‌داند که سرمایه‌گذار خارجی به نحو مستقیم و یا غیرمستقیم مدیریت شرکت را بر عهده داشته باشد.^۱ سرمایه‌گذاری به صورت مالکیت اکثریت یا اقلیت سرمایه یک شرکت نیز تا زمانی که واجد عنصر مدیریت سرمایه باشد، نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم خواهد بود و در مقابل، در صورت فقدان عنصر مدیریت، سرمایه‌گذاری صورت‌گرفته را باید پورتفولیو دانست. هرچند که ملاک مدیریت نمی‌تواند به تنهایی میان این دو نوع سرمایه‌گذاری تمایز ایجاد کند؛ زیرا ممکن است شخصی که ۱۰ درصد از سهام شرکت را دارد در مدیریت شرکت مداخله کند و این معیارها صرفاً جنبه آماری دارد و امروزه عنصر مدیریت به‌عنوان عنصر اصلی و کلیدی سرمایه‌گذاری مستقیم تلقی نمی‌شود و می‌بایست ملاک‌های دیگر را مد نظر قرار داد.^۲

هرچند دیدگاهی معتقد بر آن است که میان سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم خارجی تفاوتی مطرح نیست و هریک از این سرمایه‌گذاری‌ها شایسته حمایت می‌باشند. این نظر مبتنی بر این استدلال است که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خواه مستقیم یا غیرمستقیم جزو فعالیت‌های مخاطره‌آمیز محسوب می‌گردند و ریسک‌های موجود در هر دو نوع سرمایه‌گذاری ماهیتی یکسان دارند و نباید میان آنها قائل به تبعیض شد.^۲ اما دیدگاه مزبور بسیار کلی به این دو نوع سرمایه‌گذاری نگریسته و صرفاً به بیان شباهت و لزوم حمایت از آنها به عنوان فعالیت‌های مخاطره‌آمیز پرداخته است. کلیت این دیدگاه که هر دو نوع سرمایه‌گذاری مستلزم حمایت از سوی دولت میزبان می‌باشد مورد پذیرش است، اما حتی همین حمایت نیز بنا بر تفاوت‌های این سرمایه‌گذاری، متفاوت است که در قسمت‌های آتی به آن خواهیم پرداخت.

۲. شمول یا عدم شمول معاهدات سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو

معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری، در کنار قوانین راجع به تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، به‌عنوان منابع اصلی حقوق و تکالیف سرمایه‌گذاران و دولت‌های میزبان محسوب می‌شوند. این معاهدات شامل مقررات مختلفی از قبیل تعریف مفاهیم، استانداردهای

1. Vivendi v. Argentine (ICSID Case No ARB/97/3, Decision on Annulment, 3 Jul 2002, para 50.

2. Sornarajah, M, *The International Law on Foreign Investment*, 3rd ed, Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p 9.

حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی، حوزه‌های مجاز جهت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار در کشور میزبان، نحوه حل و فصل اختلافات و مرجع صالح رسیدگی به این اختلافات و مسائلی مرتبط با حقوق و تکالیف طرفین است. معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری با ارائه تعریفی از مفهوم سرمایه‌گذاری (اعم از مفهوم سرمایه و سرمایه‌گذاری) تحت پوشش طرفین که مورد حمایت معاهده است، آغاز می‌گردد.^۱ مصادیقی همچون اموال منقول و غیرمنقول، ابزارآلات و تجهیزات صنعتی و وجوه نقد از مواردی است که در اکثر قریب به اتفاق معاهدات سرمایه‌گذاری ذکر گردیده است. در خصوص اینکه این‌گونه اموال فیزیکی و ملموس مشمول عنوان سرمایه و به تبع آن تحت حمایت معاهده سرمایه‌گذاری می‌باشند بحث و اختلافی مطرح نیست.

در بیشتر معاهدات سرمایه‌گذاری، سهام شرکت‌ها و همچنین سهم‌الشرکه‌ها به‌عنوان سرمایه خارجی مطرح می‌گردند. ورود به سهام به دایره شمول سرمایه خارجی، که غالباً متشکل از وجوه نقد، اموال منقول یا غیرمنقول، ماشین‌آلات صنعتی و ابزارآلات است، باعث ایجاد این پرسش گردیده است که آیا منظور از سهام به‌عنوان سرمایه خارجی، همان سرمایه‌گذاری در بازارهای اوراق بهادار و به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری پورتفولیو است؟ در نگاه نخست این پاسخ به ذهن متبادر می‌شود که منظور از سهام همان سرمایه‌گذاری پورتفولیو است و بدین ترتیب سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز مشمول معاهدات سرمایه‌گذاری می‌گردد. این دیدگاه با ارائه تفسیری موسع از معاهدات سرمایه‌گذاری، سهام و سایر اوراق بهادار را نیز مشمول سرمایه‌گذاری می‌دانند. اما به نظر می‌رسد منظور معاهدات از سهام و اوراق بهادار، سهام شرکت‌های جوینت ونچر^۲ که به واسطه مشارکت سرمایه‌گذار خارجی و حسب مورد شخص متبوع دولت میزبان یا نهادهای وابسته به آن تشکیل می‌شود، باشد.

بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته تمایلی نسبت به گسترش دایره شمول معاهدات سرمایه‌گذاری در خصوص سرمایه‌گذاری پورتفولیو ندارند و برخلاف آنها کشورهای درحال توسعه متمایل به این گسترش در راستای جذب سرمایه‌های بیشتر و در نتیجه توسعه اقتصادی خود می‌باشند. به‌عنوان نمونه در مذاکرات دوحه سازمان تجارت جهانی، در خصوص تعریف

1. Sauvant, Karl P, Lisa E. Sachs, **The Effect of Treaties on Foreign Direct Investment: Bilateral Investment Treaties, Double Taxation Treaties, and Investment Flows**, 1st ed, New York: Oxford Academic, 2009.

2. Joint venture (JV)

سرمایه‌گذاری خارجی و تعیین حدود آن اختلافاتی میان نمایندگان کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته رخ داد که طی آن کشورهای توسعه‌یافته مخالف تعمیم معاهدات سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو بودند.^۱ همچنین کنفرانس تجارت و توسعه سازمان ملل متحد (آنکتاد)^۲ نیز صریحاً پیشنهاد کرده است که مصادیق مفهوم سرمایه‌گذاری در معاهدات دوجانبه به صورت حصری تعریف شود و ثانیاً سرمایه‌گذاری پورتفولیو در قالب سهام یا برخی اوراق بدهی نیز صریحاً از قلمرو شمول معاهدات دوجانبه مستثنی شود.^۳

در خصوص شمول یا عدم شمول معاهدات سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو، می‌بایست به صورت جداگانه به متن هر معاهده رجوع کرد. زیرا اراده دولت‌ها می‌تواند این نوع سرمایه‌گذاری را مستثنی کند یا آنکه دایره سرمایه‌گذاری مستقیم را به این سرمایه‌ها نیز تعمیم دهد. در همین راستا، در صورتی که معاهده سرمایه‌گذاری به صراحت سهام شرکت‌ها، اوراق قرضه یا سایر اوراق بهادار را به عنوان سرمایه خارجی ذکر کند یا در متن معاهده از عبارت هرگونه دارایی استفاده کند، می‌توان سرمایه‌گذاری پورتفولیو را مشمول معاهده سرمایه‌گذاری دانست. در همین راستا ذکر عبارت «هرگونه مشارکت در شرکت‌ها» را نیز به معنای شمول معاهده سرمایه‌گذاری نسبت به معاهدات سرمایه‌گذاری دانسته‌اند.^۴

به عنوان نمونه، بند الف ماده اول قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت جمهوری فدرال آلمان مصوب ۱۳۸۲ سرمایه‌گذاری را به این نحو تعریف کرده است: «اصطلاح «سرمایه‌گذاری» عبارت از هر نوع دارایی از جمله موارد زیر است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم توسط سرمایه‌گذاران یکی از طرف‌های متعاقد در قلمرو طرف متعاقد دیگر بر طبق قوانین و مقررات طرف متعاقد دیگر به کار گرفته شود.» و در ادامه یکی از مصادیق سرمایه خارجی نیز طبق بند (ب) این ماده، سهام یا هر نوع مشارکت در شرکت‌ها از قبیل اوراق بهادار، اوراق قرضه، سهام سرمایه و اعتبارات ذکر گردیده است. با توجه

1. Subedi, Surya P., **International Investment Law: Reconciling Policy and Principle**, 1st ed, United states: Hart Publishing, 2008, p 48.

2. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)

۳. نیکبخت، حمیدرضا و فرهاد پیری، «سرمایه‌گذاری خارجی در سید اوراق بهادار (پورتفولیو): رویکرد دیوان‌های داوری و معاهدات سرمایه‌گذاری»، نشریه بورس و اوراق بهادار، دوره دهم، شماره ۳۹، ۱۳۹۶، ص ۱۲۸.

۴. نیکبخت و پیری، منبع پیشین، ص ۱۵۷.

به عبارت «هر نوع مشارکت در شرکت‌ها» می‌توان سرمایه‌گذاری پورترفولیو را مشمول این معاهده دانست. همچنین بند (پ) ماده ۱ قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران و ژاپن، اوراق بهادار، اوراق قرضه، وام‌ها و سایر اقسام بدهی‌ها را نیز جزئی از سرمایه‌گذاری خارجی دانسته است. بنابراین، به صورت مطلق نمی‌توان در خصوص شمول یا عدم شمول معاهدات سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورترفولیو اظهارنظر نمود. آرای مختلفی از سوی دیوان‌های داوری صادر گردیده است که به صراحت سرمایه‌گذاری پورترفولیو را از شمول معاهدات خارج دانسته است. در مقابل نیز آرای مبنی بر شمول این نوع سرمایه‌گذاری صادر گردیده است.^۱

در قضیه Barcelona Traction دیوان داوری به صراحت سهامداران خارجی و سهام آن‌ها را تحت شمول و حمایت معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان اسپانیا و بلژیک دانست. در پرونده Barcelona Traction^۲، موضوع حمایت از سهامداران خارجی در معاهدات سرمایه‌گذاری دوجانبه با گنجاندن سهام شرکت‌ها در دایره شمول اصطلاح «سرمایه‌گذاری» مطرح شد. سهامی که در چنین معاهداتی به آنها اشاره می‌شود سهام شرکتی است که قرار است به عنوان وسیله‌ای برای سرمایه‌گذاری مورد نظر عمل کند و سرمایه‌گذاری پورترفولیو نیست.^۳

با نظر به ماده ۱ قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت جمهوری فرانسه مصوب ۱۳۸۲ که سرمایه‌گذاری را طبق قوانین و مقررات کشور میزبان مجرا می‌داند، ماده ۱ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه خارجی را اعم از سرمایه‌های نقدی و یا غیرنقدی که توسط سرمایه‌گذار خارجی به کشور وارد می‌شود، می‌داند که پس از ورود سرمایه در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود و بعد از اخذ مجوز سرمایه‌گذاری به کار گرفته می‌شود. نکته‌ای که باید مورد توجه قرار گیرد، موضوع ورود سرمایه و همچنین اخذ مجوز سرمایه‌گذاری است. به عبارت دیگر، طبق قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، تا هنگامی که مجوز سرمایه‌گذاری از سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های

1. Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 287-8., Giovanni v Argentine (ICSID Case No ARB/07/8, Decision on Jurisdiction, 7 Nov 2014) 296.

2. Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited (Belgium v. Spain). Available at <<https://www.icj-cij.org/case/50/judgments>>

3. M, Sunarajah, *Cit.* p 12.

اقتصادی و فنی اخذ نگردد، سرمایه‌وارده و فعالیت‌های اقتصادی مربوطه، سرمایه‌گذاری خارجی محسوب نمی‌شود.

درخصوص سرمایه‌گذاری پورترفولیو، فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی منوط به اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق و بهادار است. شرایط اخذ مجوز مزبور در ماده ۴ آیین‌نامه مقرر شده است. کارکرد مجوز یادشده علاوه بر اذن انجام معامله به سرمایه‌گذار خارجی، بهره‌مندی از حمایت‌های قانونی مندرج در ماده ۱۰ آیین‌نامه است. به عبارت دیگر مجوز اصلی و قانونی در حوزه سرمایه‌گذاری پورترفولیو (در قانون ایران) مجوز مزبور در ماده ۴ آیین‌نامه است. مطابق تبصره ۳ ماده ۱۰ آیین‌نامه، در صورتی که سرمایه‌گذار خارجی (پورترفولیو) اقدام به اخذ مجوز سرمایه‌گذاری موضوع قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی نماید، از حمایت آن قانون نیز بهره‌مند می‌گردد. نکته‌ای از این تبصره مستفاد می‌گردد، امکان اخذ هم‌زمان مجوز سرمایه‌گذاری پورترفولیو و سرمایه‌گذاری مستقیم در حقوق ایران است. در این صورت نیز این سرمایه‌گذار می‌تواند از امتیازات قانون مزبور بهره‌مند شود.

به‌عنوان جمع‌بندی می‌توان چنین اظهار نمود که اگر معاهدات سرمایه‌گذاری به‌صراحت سرمایه‌گذاری پورترفولیو را از دایره شمول آن معاهده خارج نکنند و همچنین مطابق توافق طرفین، گستره سرمایه‌های خارجی وسیع باشد، سرمایه‌گذاری پورترفولیو مشمول معاهدات سرمایه‌گذاری خارجی خواهد بود.

۲.۱. مستثنی شدن سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از دایره شمول برخی معاهدات

با توجه به ماهیت و همچنین روند کار سرمایه‌گذاری پورترفولیو، عدم ثبات و تفاسیر موسع ارائه‌شده از سوی محاکم و برخی نویسندگان درخصوص شمول معاهدات سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، برخی از معاهدات سرمایه‌گذاری به‌صراحت اقدام به استثنا نمودن این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها از دایره شمول خود کرده‌اند. یکی از این دسته معاهدات، چارچوب موافقت‌نامه همکاری سرمایه‌گذاری در حوزه آسه آن^۱ است که در ماده ۲ به‌صراحت

1. Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)

سرمایه‌گذاری پورترفولیو را از شمول معاهده خارج کرده است.^۱ به همین صورت معاهده سرمایه‌گذاری میان دولت‌های دانمارک و لهستان نیز سرمایه‌گذاری پورترفولیو را از حوزه شمول آن معاهده خارج کرده است.^۲ همچنین ماده ۴۵ معاهده تجارت آزاد میان دول عضو تجارت آزاد اروپایی^۳ با دولت مکزیک^۴ نیز سرمایه‌گذاری خارجی را جدای از سرمایه‌گذاری پورترفولیو دانسته و مقررات معاهده را صرفاً راجع به سرمایه‌گذاری مستقیم اعمال کرده است.

گاهی اوقات نیز سرمایه‌گذار پورترفولیو به صورت غیرمستقیم از دایره شمول معاهده سرمایه‌گذاری خارج می‌گردد. ماده ۲ قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت جمهوری اسلواکی که در سال ۱۳۹۵ تصویب و لازم‌الاجرا گردید،^۵ به بیان دایره شمول و اعمال این معاهده سرمایه‌گذاری پرداخته است. بند ۶ این ماده چنین اشعار می‌دارد:

«۶- این موافقت‌نامه درمورد سرمایه‌گذاری‌هایی اعمال می‌شود که قبل یا بعد لازم‌الاجرا شدن این موافقت‌نامه، در صورتی که قوانین و مقررات آن مقرر کند، به تصویب مقام صلاحیت‌دار دولت میزبان برسد و انجام شود. درمورد جمهوری اسلامی ایران این موافقت‌نامه تنها درمورد سرمایه‌گذاری‌هایی اعمال می‌شود که به تصویب سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی فنی ایران یا سازمانی که جایگزین آن گردد، رسیده باشد.»

این بند یکی از شروط اعمال معاهده را درخصوص سرمایه‌گذاری‌های اتباع طرفین، اخذ مجوز سرمایه‌گذاری می‌داند. طبق این بند، عدم اخذ مجوز سرمایه‌گذاری از سوی مرجع صلاحیت‌دار، یعنی سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی فنی ایران، باعث عدم حمایت معاهده از فعالیت اقتصادی طرف خارجی می‌گردد. در این بند به صراحت سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی فنی ایران به عنوان مرجع صادرکننده مجوز ذکر شده است و از آنجایی که مجوز سرمایه‌گذاری پورترفولیو، طبق شرحی که در ادامه بیان خواهد شد، از سوی سازمان بورس

1. Peter T Muchlinski, Federico Ortino, Christoph Schreuer, The Oxford Handbook of International Investment Law, 1st edn, Oxford (United States) : Oxford University Press , 2008 , p 148.

2. UNCTAD, **International Investment Agreements: Key Issues**, Volume 1, New York and Geneva: United nations , 2004, p 122.

3. European Free Trade Association (EFTA)

4. Free Trade Agreement between the EFTA States and Mexico (2000).

5. Available at <<https://rc.majlis.ir/fa/law/show/1004700>>

و اوراق بهادار صادر می‌گردد، لذا مشمول معاهده مزبور نمی‌شود و سرمایه‌گذاری پورتفولیو به نحو غیرمستقیم از حوزه اعمال آن خارج گردیده است.

ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری و حمایت از آن را صرفاً در دو حالت مجاز شمرده است: حالت اول، سرمایه‌گذاری مستقیم و حالت دوم سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب ترتیبات قراردادی شامل انواع روش‌های ساخت، بهره‌برداری و واگذاری^۱، بیع متقابل^۲ و مشارکت مدنی خارجی. طبق این ماده، اگر سرمایه‌آورده به کشور از سوی شخص خارجی در قالب دو حالت یادشده نباشد، سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شود و از حمایت قانونی مصرح در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی منتفع نخواهد شد. حسب اعلام صریح این ماده، سرمایه‌گذاری پورتفولیو از دایره شمول مقررات حاکم بر سرمایه‌گذاری خارجی در ایران خارج است.

۳. استانداردهای حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی

همان‌طور که حمایت از اموال اشخاص تبعه یک کشور در قوانین سرزمینی آن کشور و بعضاً اسناد بین‌المللی مورد حمایت قرار گرفته است، اموال سرمایه‌گذاران خارجی نیز از سوی کشورهای میزبان حمایت می‌شود. حمایت از اموال سرمایه‌گذاران خارجی در قوانین داخلی، معاهدات سرمایه‌گذاری دوجانبه و اسناد بین‌المللی بیان شده است. طی سال‌های قرن هجدهم میلادی تا اواسط قرن بیستم این گونه موافقت‌نامه‌ها رایج و مرسوم بوده است. ایالات متحده آمریکا از جمله نخستین کشورهایی است که اقدام به انعقاد موافقت‌نامه‌های دوجانبه در راستای حمایت و حفاظت از اموال سرمایه‌گذاران خارجی کرده است. معاهدات موسوم به (مودت، تجارت و حمل و نقل)^۳ از این دسته اقدامات است.^۴

عموماً معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری متضمن قواعد و مقررات عام درخصوص حمایت از اموال سرمایه‌گذار خارجی‌اند. برخی از این قواعد و مقررات ریشه در حقوق بین‌الملل دارد و برخی نیز حاصل توافقات طرفین است. در مرحله بعد باید به اصول عام حقوق بین‌الملل تمسک جست

1. Build, Operate, Transfer (BOT)

2. Buyback

3. Treaties of Friendship, Commerce and Navigation (FCN)

4. Kenneth J. Vandeveld, "A Brief History of International Investment Agreements", *UC Davis Journal of International Law & Policy* 12, 2005, pp 94-157.

که به صورت پیش‌فرض بر روابط سرمایه‌گذار و دولت میزبان حاکم‌اند. بعضاً قوانین داخلی کشورها نیز متضمن این‌گونه قواعد و مقررات حمایتی‌اند که در ادامه به بررسی آنها خواهیم پرداخت. در حقوق سرمایه‌گذاری خارجی این مقررات حمایتی، استانداردهای حمایتی نامیده می‌شوند. این استانداردها ریشه در حقوق بین‌الملل دارند و از جمله اصول عام حقوق بین‌الملل شمرده می‌شوند. استانداردهای حمایتی از آن جهت که غالباً در معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری میان کشورهای مختلف قید می‌شوند، از ضمانت‌اجراهای کنوانسیون وین در خصوص حقوق معاهدات بین‌المللی سال ۱۹۶۹ بهره می‌برند.

به نظر برخی از نویسندگان، سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیازمند حمایتی کمتر نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم است، زیرا این نوع سرمایه‌گذاری ثبات کمتری دارد و نباید حمایت یکسانی در خصوص آنها اعمال شود.^۱ در ادامه به بررسی چهار مورد از استانداردهای حمایتی که اهمیت بیشتری نسبت به سایرین دارند و همچنین تطبیق آنها با سرمایه‌گذاری پورتفولیو می‌پردازیم.

۳.۱. حمایت و امنیت کامل

استاندارد حمایت و امنیت کامل به طور خلاصه عبارت است از حمایت از سرمایه‌گذار خارجی در برابر انواع خشونت‌ها و آسیب‌های شدید مادی، از جمله تعریض به اموال مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی. اما معنا و مفهوم این استاندارد امروزه دچار تحول شده و فراتر از حفاظت فیزیکی سرمایه‌گذاری رفته است و در واقع حمایت‌های لازم از سرمایه‌گذار را در برابر نقض حقوق او به وسیله تصویب و اعمال قوانین و مقررات کشور تضمین می‌نماید.^۲ استاندارد حمایت و امنیت کامل در رویه دیوان‌های داورى لزوم حمایت فیزیکی دولت میزبان از اموال سرمایه‌گذار خارجی است که در قضایای *ELSI v. Italy*^۳ و *Wena hotels v. Egypt*^۴ به طور کامل تبیین و تشریح شده است. به طور خلاصه این استاندارد حمایتی دولت میزبان را ملزم به فراهم

1 Peter T, Muchlinski, *Cit*, p.40.

۲. دالزر، رودلف، کریستوفر شوئر، سید قاسم زمانی و به آذین حبیبی، *اصول حقوق بین‌الملل سرمایه‌گذاری*، چاپ چهارم، تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهر دانش، ۱۳۹۸، ص ۲۴۳.

3. *Elettronica Sicula S.p.A. (ELSI) (United States of America v. Italy) ICJ*

4. *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/98/4*

نمودن موجبات حفاظت فیزیکی از اموال سرمایه‌گذار می‌نماید، که این موضوع کاملاً در سرمایه‌گذاری پورتفولیو سالبه به انتفای موضوع است، زیرا سرمایه‌گذاری پورتفولیو نمود بیرونی و ملموس ندارد و امری ناملموس است و این نوع سرمایه‌گذاری متشکل از ابنیه و ابزار آلات نبوده که دولت میزبان ملزم به حفاظت فیزیکی از آن باشد. با توجه به ماهیت استاندارد حمایت و امنیت کامل، و همچنین عدم وجود اموال عینی و فیزیکی در سرمایه‌گذاری پورتفولیو، لذا اعمال این استاندارد نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو با نظر به ماهیت این سرمایه‌گذاری، امکان‌پذیر نیست.

۳.۲. رفتار منصفانه و عادلانه

یکی از استانداردهای حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی که در حقوق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حقوق بین‌الملل به صورت یک قاعده عرفی پدیدار گشته است و امروزه تقریباً در تمامی معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری به آن اشاره می‌گردد، استاندارد رفتار عادلانه و منصفانه^۱ است. با اینکه امروزه استاندارد مورد بحث به عنوان جزء لاینفک معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری و به عنوان یکی از اصول حاکم بر حقوق سرمایه‌گذاری خارجی مطرح می‌گردد. به عنوان نمونه، ۶۹ مورد از معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری کشور هند متضمن این استاندارد است.^۲ تاکنون تعریف مدون و جامعی در خصوص آن توسط مراجع بین‌المللی یا معاهدات سرمایه‌گذاری ارائه نشده است. همچنین محتوا و دامنه آن نیز براساس رویه دولت‌ها، عرف‌های موجود و ابزارهای سنتی تفسیر و مشخص می‌شود.^۳ همین موضوع باعث ایجاد یک دایره وسیع از مفهوم این استاندارد و به تبع آن استدلال‌های متفاوت دیوان‌های داوری در این خصوص گردیده است. با توجه به وسعت دایره شمول این استاندارد، نویسندگان و دیوان‌های داوری با اتکا بر اصول حکام بر این استاندارد، یعنی اصل حسن نیت، وفای به عهد به بررسی مصادیق و تطبیق اقدامات دولت میزبان با این استاندارد می‌پردازند. لزوم شفافیت اقدامات دولت و همچنین شفافیت قوانین و مقررات

1. Fair and Equitable Treatment (FET)

2. Vivienne Bath , Luke Nottage, *Cit*, p 200.

3. Schill, Stephan W., "Fair and Equitable Treatment, The Rule of Law, and Comparative Public Law", in: Stephan W. Schill (ed), *International Investment Law and Comparative Public Law*, Oxford: Oxford University Press, 2010, pp 151-182.

مربوط به سرمایه‌گذاری، رعایت انتظارات مشروع سرمایه‌گذار^۱، ایفای تعهدات قراردادی را از جمله مصادیق استاندارد رفتار منصفانه و عادلانه می‌دانند.^۲

انتظارات مشروع نیز بر مبنای همین چارچوب حقوقی شکل می‌گیرد. به عبارت دیگر، انتظارات مشروع را می‌توان توقعات سرمایه‌گذار خارجی از قوانین و مقررات و رفتارهای دولت میزبان دانست که با اتکا به آنها اقدام به وارد نمودن سرمایه خود در کشور سرمایه‌پذیر می‌کند و انتظار آن می‌رود که این قواعد و مقررات به نحو ثابتی پابرجا بمانند.

منظور از شفافیت این است که نظام حقوقی دولت میزبان برای فعالیت سرمایه‌گذار بسیار شفاف و واضح باشد و هرگونه تصمیم‌گیری دولت که بر سرمایه‌گذار تاثیر بگذارد در چارچوب این نظام حقوقی و از آن نشئت گرفته باشد.^۳ لزوم ثبات و شفافیت نظام حقوقی کشور میزبان منحصر به سرمایه‌گذاری مستقیم نیست و سرمایه‌گذار خارجی نیز در این خصوص محق است. وضع قوانین و مقررات جدید از سوی دولت میزبان در هر نوع از سرمایه‌گذاری که باعث ایجاد محدودیت‌های جدید برای سرمایه‌گذار خارجی یا تغییر نظام حقوقی حاکم بر سرمایه‌گذاری گردد، مخالف با استاندارد رفتار منصفانه و عادلانه، و از سوی سرمایه‌گذار در مراجع صالح قابل احقاق حق است.

با توجه به ماهیت و مصادیق استاندارد رفتار منصفانه و عادلانه، برخلاف استاندارد حمایت و امنیت کامل که مختص به سرمایه‌گذاری مستقیم است، استاندارد رفتار منصفانه و عادلانه اختصاصی به سرمایه‌گذاری مستقیم ندارد و قابل اعمال در سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز است.

۳.۳. رفتار ملی

اصل رفتار ملی^۴ به‌عنوان یکی از اصول مسلم حقوق بین‌الملل عمومی که مورد پذیرش تمامی نظام‌های حقوقی، محاکم و دیوان‌های داوری است نیز نوعی استاندارد حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌گردد. اصل رفتار ملی مشعر بر منع تبعیض میان اتباع کشور

1. Legal Expectations

۲. عسکری، پوریا، **حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در رویه داوری بین‌المللی**، تهران: مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهر دانش، ۱۳۹۴.

۳. دالزر، شروتر، زمانی و حسینی، منبع پیشین، ص ۲۲۰.

4. National Treatment (NT)

میزبان و سرمایه‌گذار خارجی است. استاندارد رفتار ملی به‌طور کلی به این معناست که رفتار دولت میزبان با سرمایه‌گذاران خارجی نامطلوب‌تر از رفتار با سرمایه‌گذاران اتباع خود نباشد؛ بنابراین هدف از درج رفتار ملی در معاهدات سرمایه‌گذاری این است که دولت میزبان متعهد شود اقداماتی که در راستای اقتدارات حاکمیتی خود انجام می‌دهد، به صورتی نباشد که باعث تمایز میان سرمایه‌گذاران خارجی و سرمایه‌گذاران ملی گردد و سعی بر این داشته باشد تا وضعیت سرمایه‌گذاران خارجی با سرمایه‌گذاران ملی در یک سطح باشد.^۱ در بررسی نقض یا عدم نقض این استاندارد، که مبتنی بر اصل عدم تبعیض است، باید وضعیت اتباع دولت میزبان و همچنین سرمایه‌گذاران خارجی در شرایط یکسان از نظر زمانی، مکانی و حوزه سرمایه‌گذاری مد نظر قرار گیرد. استاندارد رفتار ملی در سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز قابل اعمال است؛ با این توضیح که دولت میزبان در بازارهای اوراق بهادار نباید رفتاری تبعیض‌آمیز با سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی داشته باشد یا با اعطای تسهیلات به سرمایه‌گذاران داخلی و اعمال محدودیت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی موجبات تبعیض را فراهم آورد. در همین راستا معاهده سرمایه‌گذاری میان ژاپن و مالزی اعمال این استاندارد را نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو استثنا نموده است.^۲

۳.۴. دول کامله الوداد

استاندارد دیگری که به بررسی آن می‌پردازیم، اصل رفتار دول کامله‌الوداد^۳ است. این اصل به‌عنوان یکی از اصول پذیرفته‌شده در حقوق بین‌الملل است که در ادبیات حقوق سرمایه‌گذاری خارجی نیز وارد شده است طبق این استاندارد، دولت میزبان باید همان‌طور که با سرمایه‌گذاران دولت ثالث رفتار می‌کند با سرمایه‌گذاران خارجی طرف قرارداد خود رفتار نماید؛ چراکه این استاندارد به منظور مبارزه با تبعیض علیه سرمایه‌گذاری خارجی به کار می‌رود.^۴ در خصوص اعمال این استاندارد در سرمایه‌گذاری مستقیم هیچ بحث و شکی وجود ندارد؛ زیرا از طرفی این

۱. انصاری مهبیاری، علیرضا و لیلا رئیسی، «استانداردهای بین‌المللی حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی»، *دوفصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی*، سال ۲۵، شماره ۱۹، ۱۳۹۷.

2. OECD, *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations: A Companion Volume to International Investment Perspectives*, Paris : OECD Publishing, 2008, p303.

3. Most Favoured Nations (MFN)

۴. انصاری مهبیاری، علیرضا و لیلا رئیسی، همان منبع.

استاندارد در رویه قضایی تثبیت شده است و از جهتی نیز با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری‌های مستقیم متأثر از معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری‌اند و این معاهدات غالباً متضمن شرط کامله‌الوداد هستند، به‌صورت خودکار طبق مقررات ناظر بر معاهدات بر روابط میان طرفین حاکم می‌گردد. اما در سرمایه‌گذاری پورتفولیو شرایط متفاوت است. این شرط صرفاً در صورتی قابل‌اعمال است که معاهده منعقد از سوی دولت میزبان با کشور ثالث از موضوع یکسان یا دسته مشابهی با معاهده با کشور متعاقد برخوردار باشد.^۱ بنابراین اگر معاهده‌ای درخصوص سرمایه‌گذاری پورتفولیو منعقد و در آن شرط دول کامله‌الوداد درج شده باشد، لذا شرایط مساعدتر آن نسبت به معاهده دیگر نیز قابل‌تسری است. در سرمایه‌گذاری پورتفولیو غالباً معاهده‌ای میان دولت‌ها منعقد نمی‌شود که با درج شرط کامله‌الوداد، سایر معاهدات نیز تحت تأثیر قرار گیرند و از طرفی نیز اعمال شرایط مطلوب نسبت به سرمایه‌گذارانی که دولت متبوع آنها معاهده‌ای با کشور میزبان دارد، نسبت به اتباع کشورهایی که از چنین شرایطی بهره‌مند نیستند، باعث ایجاد تبعیض می‌گردد. فرض نماید اتباع کشور «الف» و «ب» در یک شرکت سهامی را خریداری نموده‌اند و کشور متبوع این دو سرمایه‌گذار خارجی معاهده‌ای با کشور میزبان منعقد نموده است که طی آن سرمایه‌گذاران خارجی از حقوق و امتیازات خاصی برخوردارند. حال تبعه کشور «ج» که در همان شرکت سرمایه‌گذاری کرده است و برخلاف دول متبوع سرمایه‌گذاران «الف» و «ب»، دولت متبوع وی معاهده سرمایه‌گذاری متضمن شرط رفتار کامله‌الوداد با دولت میزبان منعقد نکرده است از شرایط و تسهیلات خاص محروم می‌شود. این امر باعث تبعیض میان سهامداران یک شرکت واحد و همچنین ایجاد تشتت میان حقوق سهامداران می‌گردد که به نظر می‌رسد این استاندارد در سرمایه‌گذاری پورتفولیو قابل‌اعمال نخواهد بود.

بنا بر مطالبی که مشروح گردید، ملاحظه می‌شود، استانداردهای حمایتی مرسوم و مورد قبول در سرمایه‌گذاری مستقیم تا حدودی که مخالف با ذات سرمایه‌گذاری پورتفولیو نباشد، در این نوع از سرمایه‌گذاری قابل‌اعمال است. به بیان دیگر، استانداردهای حمایتی که مختص سرمایه‌گذاری مستقیم بوده و از این نوع سرمایه‌گذاری نشئت گرفته است، نظیر استاندارد حمایت و امنیت کامل، نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو قابل‌اعمال نیست. اما دسته دیگر از استانداردهای

1: Jola Gjuzi, *Stabilization Clauses in International Investment Law*, 1st ed, Gewerbestrasse (Switzerland) : Springer, 2018, p 365.

حمایتی که ریشه در حقوق بین‌الملل دارند و به‌عنوان یک استاندارد منحصر به حقوق سرمایه‌گذاری خارجی مطرح نمی‌شوند، نظیر اصل رفتار ملی و همچنین رفتار منصفانه و عادلانه، در سرمایه‌گذاری پورتفولیو مجری خواهند بود.

۴. حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو

نخستین موضوعی که درخصوص حمایت از سرمایه‌گذاران خارجی مطرح می‌شود، این است که این حمایت‌ها اساساً نسبت به چه موضوعاتی حکومت می‌نماید؟ در یک تقسیم‌بندی کلی این حمایت‌ها را می‌توان نسبت به حقوق سرمایه‌گذاران پورتفولیو قابل‌اعمال دانست. حقوق سرمایه‌گذاران به حقوق مستقیم و غیرمستقیم تقسیم می‌شود. حقوق مستقیم آن دسته از حقوقی هستند که مربوط به سرمایه‌گذاران به‌عنوان سهامدار یک شرکت است که بیشتر این حقوق ذیل مباحث حقوق شرکت‌ها در قوانین داخلی مطرح شده است.^۱ مواردی نظیر حق رأی، حق انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و بازرسان، اطلاع از عملکرد شرکت و مصادیقی از این قبیل از جمله حقوق مستقیم محسوب می‌شود. این دسته از حقوق خارج از موضوع بحث این نوشتار است. اما حقوق غیرمستقیم به آن دسته از حقوق اطلاق می‌شود که لازمهٔ انتفاع کامل و مناسب سرمایه‌گذار خارجی از سرمایه و عواید خود می‌باشند. حمایت از این نوع حقوق سرمایه‌گذاران (سهامداران) موضوع بحث اصلی این تحقیق است.

آنچه از مقررات حاکم بر سرمایه‌گذاری پورتفولیو در حقوق ایران مستفاد می‌شود، مؤید آن است که این مقررات شامل حمایت خاصی از سرمایه‌گذار خارجی نیستند. هرچند که سایر نظام‌های حقوقی نیز وضعیت مشابهی دارند. شاید مهم‌ترین علت این موضوع مربوط به ذات سرمایه‌گذاری پورتفولیو باشد. از آنجایی که بیشتر استانداردهای حمایتی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ناظر بر عین اموال و همچنین حقوق مالکانه سرمایه‌گذار خارجی است و این موضوع در سرمایه‌گذاری پورتفولیو نمود کمتری داشته، لذا حمایت از سرمایه‌گذار پورتفولیو دایره‌ای مضیق‌تر دارد. در سرمایه‌گذاری پورتفولیو همانند سرمایه‌گذاری مستقیم، امکان سلب مالکیت غیرمستقیم از سوی دولت میزبان وجود دارد. وضع مقررات برای ممنوعیت خروج اصل و عواید سرمایه، منع

1. David Gaukrodger, "Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice," *OECD Working Papers on International Investment* 2014/3, OECD Publishing, 2014, p13.

اتباع کشورهای خاص از انجام دادن معاملات یا خروج بلاذلیل سهام شرکتی از بورس، که اغلب سهامداران آن اشخاص خارجی هستند، می‌تواند مصادیق سلب مالکیت از سرمایه‌گذار پورترفولیو به‌شمار آید.

در حوزه سرمایه‌گذاری پورترفولیو، با توجه به اینکه این نوع از سرمایه‌گذاری قدمت کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دارد و از طرفی نیز بازیگران این عرصه نسبت به سرمایه‌گذاری مستقیم تعداد کمتری دارند و لذا اختلافات حادث نیز محدودتر است، در این حوزه از سرمایه‌گذاری، برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم، رویه قضایی بین‌المللی قابل توجهی وجود ندارد که این امر علاوه بر کمبود اختلافات، ناشی از عدم پذیرش دعوی این نوع سرمایه‌گذاری نزد مرکز ایکسید است. بیشتر اختلافات به موجب قوانین داخلی و نزد محاکم داخلی یا هیئت‌های عالی حل‌وفصل می‌شود. این فقدان رویه قضایی خود موجب عدم تکامل مسائل مربوط به سرمایه‌گذاری پورترفولیو شده است. هرچند که این معضل با توجه به رویه قضایی و عرفی غنی در خصوص استانداردهای حمایتی در سرمایه‌گذاری مستقیم وجود ندارد.

همان‌طور که در مقدمه اشاره شد، یکی از ریسک‌هایی که از سوی ICRG^۱ مورد تحلیل قرار می‌گیرد، ریسک‌های سیاسی است. یکی از ارکان ریسک‌های سیاسی، علاوه بر فساد اقتصادی و اداری و نظام تشریفات اداری (بروکراسی)، وضعیت حقوقی کشور میزبان است و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی، بر اساس معیارهای یادشده سنجیده می‌شود.^۲ طبق معیارهای ارائه‌شده از سوی ICRG امتیازات یک سرمایه‌گذاری خارجی از سه جزء تشکیل می‌گردد: جزء اول عبارت است از میانگین دوام قراردادهای و درصد سلب مالکیت، جزء دوم تأخیر در پرداخت از سوی کشور میزبان و جزء آخر نیز چگونگی انتقال سود به کشور متبوع سرمایه‌گذار است.^۳ یکی از نیازمندی‌های گسترش سرمایه‌گذاری پورترفولیو و جذب سرمایه خارجی، وجود بستری مناسب برای نقل و انتقال سریع سرمایه است. با این توضیح که فعالیت در بازارهای سرمایه‌ای، به علت نوسانات قیمت، وابسته به خرید و فروش سریع و مکرر سهام است. لازمه اصلی تحقق این امر عدم وجود محدودیت در نقل و انتقال وجوه است. این محدودیت گاه به صورتی است که

1. International Country Risk Guide.

2. Poshakwale, Sunil S. & Thapa, Chandra, "Investor protection and international equity portfolio investments," *Global Finance Journal*, Elsevier, vol. 22(2), 2011. pp 116-129& 120.

3. Poshakwale, Sunil S. & Thapa, Chandra, *Ibid*, P 121.

سرمایه‌گذار در بازه‌های زمانی مختلف صرفاً مجاز به خروج میزان مشخصی سرمایه است. نظیر آنچه که در ماده ۸ آیین‌نامه مقرر گردیده است.^۱ صورت دیگری از این محدودیت‌ها، محدودیت خروج وجوه با ارز واحد است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذار خارجی در صورت فروش سهام خود صرفاً مجاز به انتقال آن مبلغ با واحد پولی رسمی کشور میزبان است. همین موضوع می‌تواند موجب کاهش تمایل سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری گردد و همچنین به علت نوسانات قیمت ارز، سرمایه‌گذاران ممکن است متحمل ضرر شوند.

وجود یک سیستم حساسی مطمئن و شفاف و همچنین ارائه اطلاعات بازار می‌تواند ریسک سلب مالکیت از سرمایه‌گذار را کاهش دهد.^۲ به بیان دیگر، آگاهی سرمایه‌گذار خارجی از روند بازار در بازه‌های زمانی مشابه در گذشته، میزان حجم سرمایه‌وارده و خارج شده در چارچوب‌های زمانی^۳ مختلف، ارزش کلی بازار و بیشترین و کمترین تغییرات قیمت سهام‌ها می‌تواند یک دید کلی را به سرمایه‌گذار ارائه دهد که نتیجه این سیستم شفاف حمایت از سرمایه‌گذار و در نتیجه آن افزایش سرمایه‌گذاری خارجی است.

وجود نظام حقوقی کارآمد و متناسب یکی از موضوعاتی است که می‌تواند منجر به جذب سرمایه‌گذار خارجی گردد. حتی در این خصوص بیان شده است که هماهنگی نظام حقوقی کشور میزبان با نظام حقوقی کشور متبوع سرمایه‌گذار خارجی - از منظر سیستم کامن‌لا یا رومی ژرمنی - نیز در این افزایش جذب سرمایه‌گذاری خارجی مؤثر است.^۴ تقویت سیستم حقوقی و قضایی کشور سرمایه‌پذیر از دیگر راهکارهایی است که می‌تواند باعث حمایت از سرمایه‌گذار خارجی شود. حال سؤالی که در رابطه با تقویت سیستم قضایی مطرح می‌شود آن است که این تقویت به چه صورت می‌باشد؟ نخستین گام در این مسیر وضع قوانین جامع و به‌روز در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران خارجی است. این امر مستلزم شناختی دقیق از ماهیت سرمایه‌گذاری

۱. ماده ۸- سرمایه‌گذار خارجی راهبردی پس از خرید سهام نمی‌تواند تا دو سال بدون مجوز سازمان، اصل سهام خریداری‌شده را بفروشد. فروش این‌گونه سهام مستلزم رعایت مقررات معاملات عمده سهام در بورس یا بازار خارج از بورس است.

2. Maela Gíofré, "Investor Protection and Foreign Stakeholders," *CESifo Working Paper Series 3102*, CESifo, 2010. p 14.

3. Time frame

4. *Ibid*, P 14.

پورتفولیو، مسائل مناقشه‌برانگیز و استفاده از تجربیات سایر کشورها در این خصوص است. وضع قوانین خود به دو طریق می‌تواند باعث حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی گردد: در وهله نخست با وضع قوانین حمایتی از سهامداران خارجی می‌توان موجبات حمایت از آنها را فراهم آورد. صورت دیگر نیز وضع قوانین حمایتی در خصوص شرکت‌های خارجی عرضه‌شده در بورس است.^۱

گام بعدی که مؤخر بر وضع قوانین و اهم از آن است، اجرای صحیح قوانین موضوعه به وسیله نظارت بر اجرای آن و همچنین تأسیس محاکم تخصصی و به‌کارگیری قضات متخصص در این حوزه است. نتیجه این سیستم قانون‌گذاری مناسب و به‌روز، ایجاد امنیت قضایی و در نتیجه حمایت از سرمایه‌گذاری‌ها و افزایش سرمایه‌گذاری خارجی در کشور میزبان است.

با توجه به برخی از معایب رسیدگی به اختلافات از جانب محاکم قضایی، نظیر عدم رسیدگی تخصصی، طولانی بودن فرایند رسیدگی و هزینه دادرسی زیاد، صورت دیگری که می‌تواند موجب حمایت از سرمایه‌گذار خارجی گردد، پیش‌بینی رسیدگی این اختلافات از طریق داوری به واسطه درج شرط داوری در معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری است. نتیجه این پیش‌بینی علاوه بر رسیدگی از سوی داوران متخصص، تقویت رویه قضایی، تکامل حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو آرا داوران است.

حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو صرفاً در حوزه فعالیت‌های سرمایه‌گذار می‌پذیرد و همان‌طور که سابقاً اشاره شد، حوزه فعالیت سرمایه‌گذاری نیز خرید، تملک و فروش سهام و اوراق بهادار است. علاوه بر مواردی که ذیل مبحث استانداردهای حمایتی تشریح شد، علاوه بر شفافیت و رفتار ملی مصادیقی نظیر عدم تحدید خرید و فروش سهام از سوی سرمایه‌گذار خارجی در بازه زمانی طولانی (نسبت به سرمایه‌گذار غیر راهبردی)، عدم ایجاد محدودیت‌های ارزی جهت انتقال اصل یا عواید سرمایه به کشور مبدأ سرمایه‌گذار، می‌تواند از مصادیق حمایت از سرمایه‌گذار خارجی باشد.

1. *Ibid*, P 16.

۵. سرمایه‌گذاری پورتفولیو در نظام حقوقی ایران

همان‌طور که سابقاً تشریح گردید سرمایه‌گذاری پورتفولیو ماهیت متفاوت از سرمایه‌گذاری مستقیم دارد و سامان‌دهی این ماهیت منحصر به فرد مستلزم وضع قوانین مخصوص است و تعمیم قوانین و قواعد جاری در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم نسبت به این نوع از سرمایه‌گذاری پاسخگوی نیازها و روابط موجود در سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیست. در نظام حقوقی ایران، سرمایه‌گذاری مستقیم مشمول قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین معاهدات دو یا چندجانبه خارجی سرمایه‌گذاری است. اما نظام حاکم بر سرمایه‌گذاری پورتفولیو در ایران نظامی خاص و متفاوت است. این نوع سرمایه‌گذاری در ایران مشمول مقررات آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس (که زین پس به اختصار آیین‌نامه نامیده می‌شود) است. آیین‌نامه مزبور در راستای بند ۳ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران از سوی هیئت وزیران در سال ۱۳۸۹ تنظیم و تصویب گردید. دستورالعمل اجرایی این آیین‌نامه نیز به موجب ماده ۱۳ آیین‌نامه به تصویب رسیده است. آیین‌نامه متضمن تعاریف، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذار خارجی و همچنین تسهیلات اعطایی به سرمایه‌گذار خارجی است که در ادامه به بررسی برخی از آنها می‌پردازیم.

۵.۱. قانون بازار بورس و اوراق بهادار

قانون بازار بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسیده است. این قانون در ۶۰ ماده به بیان تعاریف و اصطلاحات مربوط، مقررات بازارهای اولیه و ثانویه، جرائم و مجازات‌ها، تشکیلات سازمان بورس و اوراق بهادار و نحوه حل و فصل اختلافات پرداخته است. قانون یادشده درخصوص حمایت از سرمایه‌گذاران پورتفولیو مقررۀ خاص و واضحی ندارد. ماده ۲ این قانون هدف از تشکیل شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار را حمایت از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بیان می‌کند.^۱ همچنین بند ۱۱ ماده ۷ قانون نیز یکی از وظایف هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار را اتخاذ تصمیماتی در راستای

۱. در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، شورا و سازمان با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شود.

حمایت از سرمایه‌گذاران می‌داند. متأسفانه قانون در خصوص حمایت از سرمایه‌گذاران چه داخلی و یا خارجی مسکوت است و مقرره‌ای در این خصوص تنظیم نکرده است.

۵.۲. آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس

همان‌طور که از عنوان آیین‌نامه و حوزه اعمال آن مستفاد می‌گردد، موضوع اصلی این آیین‌نامه سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار است و در این خصوص تعریف و تشخیص اشخاص خارجی از اهمیت بسزایی برخوردار است. بند ۶ ماده ۱ آیین‌نامه، شخص خارجی را به سه صورت تعریف کرده است: اشخاصی که تابعیت ایرانی نداشته باشند و اشخاص حقوقی که در کشوری غیر از ایران به ثبت رسیده باشند با توجه به ملاک تابعیت، خارجی محسوب می‌شوند. شق سومی که در خصوص اشخاص خارجی از سوی آیین‌نامه ارائه شده، از ملاک تابعیت شخص (حقیقی و حقوقی) عدول کرده و به اعمال ملاک تابعیت سهامداران پرداخته است. طبق این بند، اشخاص حقوقی ثبت شده در ایران که مجموع سهام اشخاص موضوع قسمت‌های (الف) و (ب) در سرمایه آن بیش از پنجاه درصد باشد، نیز خارجی محسوب می‌شوند. آنچه که باید مورد توجه قرار گیرد آن است که صرف خارجی بودن خریدار یا فروشنده سهام واجد اهمیت نیست و هنگامی که شخص خارجی سرمایه‌گذار خارجی تلقی گردد، مقررات آیین‌نامه مشمول وی خواهد شد. حسب بند ۹ ماده ۱ آیین‌نامه، شخص خارجی که مجوز معامله را از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ نماید، به‌عنوان سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌گردد. طبق بند ۸ ماده ۱ آیین‌نامه، مجوز معامله عبارت است از مجوزی که براساس این آیین‌نامه به منظور خرید، فروش یا خرید و فروش اوراق بهادار در هر بورس یا بازار خارج از بورس از سوی سازمان به مقتضای اعطا می‌شود. به عبارت دیگر، مجوز معامله همان مجوز سرمایه‌گذاری پورتفولیو است که به اشخاص خارجی برای حضور و فعالیت در بازار اوراق بهادار اعطا می‌شود. هنگامی که سخن از سرمایه‌گذار خارجی به میان می‌آید، مراد از آن شخص خارجی است که مجوز معامله را دریافت کرده است و موضوع حقوق و تکالیف آیین‌نامه قرار می‌گیرد.

بند ۱۰ ماده ۱ آیین‌نامه نوعی دیگر از سرمایه‌گذاران خارجی را تعریف می‌کند. سرمایه‌گذار خارجی راهبردی عبارت است از سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک بیش از ۱۰ درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را دارد، یا پس از تملک سهام یک شرکت

پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس یک کرسی هیئت‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد. طبق این بند اگر سرمایه‌گذار خارجی بیش از ۱۰ درصد از سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس را تملک نماید یا پس از خرید سهام یک کرسی در هیئت‌مدیره آن شرکت به وی تعلق گیرد، سرمایه‌گذار خارجی راهبردی محسوب می‌گردد.

آیین‌نامه درخصوص سرمایه‌گذاران غیرراهبردی محدودیت‌هایی اعمال کرده است. این محدودیت‌ها از دو جنبه قابل‌بررسی است: جنبه اول محدودیت‌های مربوط به کمیت سرمایه‌گذاری است. به عبارت دیگر آیین‌نامه برای جلوگیری از تسلط بیش از حد سرمایه‌گذاران خارجی بر بازار اوراق بهادار و همچنین تحت‌الشعاع قرار گرفتن مدیریت شرکت‌های داخلی به واسطه سرمایه‌گذاران خارجی، در ماده ۷ اقدام به وضع مقرراتی محدودکننده کرده است. ماده ۷ ابتدا به محدودیت بازار اوراق بهادار درخصوص میزان تملک سرمایه‌گذاران خارجی اشاره می‌کند. طبق بند اول ماده ۷ مجموع سهام تملک‌شده از سوی سرمایه‌گذاران خارجی نباید بیش از ۲۰ درصد از مجموع تمامی سهام‌های موجود در بازار باشد؛ به عبارت دیگر اگر مجموع سهام پذیرفته‌شده در بورس یک‌میلیون واحد باشد، سرمایه‌گذاران خارجی مجموعاً مجاز به تملک دویست‌هزار سهام می‌باشند و مازاد بر آن فاقد وجهت قانونی است. محدودیت دیگری که در این ماده مقرر گردیده است، مربوط به سقف تملک سهام شرکت‌های داخلی از سوی سرمایه‌گذاران خارجی است که از مجموع سهام یک شرکت صرفاً ۲۰ درصد از آن می‌تواند در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار گیرد، بند دوم ماده ۷ نیز ناظر بر محدودیت دیگری است که این محدودیت مرتبط به سرمایه‌گذاران خارجی است که به موجب آن هر سرمایه‌گذار خارجی صرفاً می‌تواند در هر شرکت به میزان ۱۰ درصد از سهام آن را خریداری نماید. طبق تبصره ۲ این ماده، در صورتی که نصاب مذکور از سوی سرمایه‌گذار غیر راهبردی نقض گردد، آن سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذار راهبردی تبدیل می‌شود.

درخصوص سرمایه‌گذار راهبردی نیز ماده ۸ آیین‌نامه محدودیتی مقرر داشته است. طبق این ماده، سرمایه‌گذار راهبردی تا دو سال پس از خرید سهام، بدون مجوز سازمان حق فروش اصل سهام خریداری‌شده را ندارد. محدودیتی که توسط ماده ۸ مقرر گردیده است مخالف با حقوق مالکانه سهامدار و همچنین ماهیت سرمایه‌گذاری پورتفولیو است. از آنجایی که ذات این‌گونه

سرمایه‌گذاری‌ها ایجاد می‌نماید با نوسانات قیمت، سهامدار اقدام به خرید و فروش‌های متعدد و متوالی نماید، لذا محدودیت دوساله و اخذ مجوز فروش از سوی سازمان خود یک مانع عظیم برای توسعه سرمایه‌گذاری پورتفولیو محسوب می‌گردد. به منظور حمایت از سرمایه‌گذار خارجی و همچنین حفظ نظم حاکم بر بازار و مدیریت سهام شرکت‌ها، این مقرره نیازمند اصلاح است. به نظر می‌رسد کاهش مدت دوساله و همچنین اعطای آزادی بدون محدودیت زمانی جهت خرید و فروش سهام نسبت به مقداری از سرمایه (مثلاً ۵۰ درصد) می‌تواند از طرفی موجبات حمایت از سرمایه‌گذار خارجی را همسو با فعالیت‌های مرسوم در این نوع بازارها فراهم آورد و هم موجب حفظ حقوق سهامداران دیگر شود.

ماده ۲ آیین‌نامه، میان سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تفاوتی قائل نشده است و مقررات یکسانی را نسبت به هر دو سرمایه‌گذار داخلی و خارجی قابل اعمال می‌داند. قسمت اخیر ماده ۲ این چنین اشعار می‌دارد: «سایر مقررات حاکم بر معامله و فعالیت اشخاص خارجی در بورس یا بازار خارج از بورس، همان مقررات حاکم بر اشخاص ایرانی خواهد بود.» طبق این ماده، اگر حمایتی از سرمایه‌گذار داخلی در آیین‌نامه مطرح شده باشد نسبت به سرمایه‌گذار خارجی نیز اعمال می‌گردد.

ماده ۱۰ آیین‌نامه مقرراتی را که به زعم آیین‌نامه حمایتی محسوب می‌گردد، تنظیم نموده است. صدر ماده یادشده افتتاح حساب ریالی و ارزی جهت نقل و انتقال وجوه و همچنین تبدیل ارز به ریال و بالعکس را برای سرمایه‌گذاران مجاز اعلام نموده است. اذن به افتتاح حساب و تسهیل ورود و خروج جریان سرمایه جزء مقدمات ضروری سرمایه‌گذاری پورتفولیو است و نمی‌توان از آن به‌عنوان حمایت از سرمایه‌گذار پورتفولیو یاد کرد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری پورتفولیو بدون اینگونه تسهیلات عملاً امکان‌پذیر نیست و این موارد از توابع سرمایه‌گذاری است.

در قسمت دیگری از ماده ۱۰، مقررات راجع به انتقال اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سودهای نقدی دریافتی توسط اشخاص دارای مجوز معامله، به خارج از ایران بیان شده است. طبق این ماده، بانک مرکزی مکلف شده است در صورت تک‌نرخ بودن ارز به نرخ رایج در شبکه رسمی کشور و در غیر این صورت به نرخ بازار آزاد، در اختیار سرمایه‌گذار خارجی یا سرمایه‌گذار ایرانی دارای مجوز قرار دهد. در شرایط خاص به تشخیص بانک مرکزی جمهوری

اسلامی ایران مبلغ یادشده طی یک سال و به فاصله چهار ماه و در اقساط برابر قابل پرداخت است. مهم‌ترین مقررۀ این ماده تبصرۀ دو آن است که اشعار می‌دارد: «هرگونه ممنوعیت انتقال ارز از کشور که در مقررات وضع شده یا می‌شود، شامل وجوه قابل انتقال نمی‌گردد.» در شرایطی نظیر وضعیت امروز ارز در کشور که به‌خاطر تحریم‌های اقتصادی منابع ارزی داخلی با محدودیت مواجه است و از طرفی نیز سیاست‌های انقباضی بانک مرکزی درخصوص خروج ارز حاکم است، این تبصره به‌عنوان یک نهاد حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌شود.

تبصره ۳ ماده ۱۰، مقرر می‌نماید: در صورتی که سرمایه‌گذار خارجی یا سرمایه‌گذار داخلی یا منشأ خارجی مجوز سرمایه‌گذاری خارجی موضوع قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی را دریافت نموده باشد، علاوه بر تسهیلات موضوع این ماده، از مزایا و تسهیلات پیش‌بینی شده در قانون یادشده از جمله تسهیلات پیش‌بینی شده برای نقل و انتقال سرمایه خود به داخل یا خارج از ایران نیز برخوردار است. تسهیلاتی که در قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه آن ذکر شده است، عبارت‌اند از اصل رفتار ملی و منع سلب مالکیت از سرمایه‌گذاری خارجی. درخصوص خروج سرمایه و انتقال آن، مقرره‌ای که صیغه حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی داشته باشد، می‌توان به بند(ج) ماده ۱۷ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی اشاره کرد که به سرمایه‌گذار خارجی مجوز صادرات کالاهای خاصی را تا میزان مبلغ مورد انتقال اعطا می‌نماید. اما سایر حمایت‌های موجود در قانون و آیین‌نامه اشاره شده، راجع به سرمایه‌گذاری‌های بند (ب) ماده ۳ قانون^۱ است که با توجه به تفاوت موضوعی آنها، نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو قابل اعمال نیست. علت این امر نیز آن است که در موارد مطروحه در بند یادشده منتهی به یک کالای مادی یا خدمت می‌گردند و امکان بهره‌مندی از موضوع سرمایه‌گذاری ممکن است. اما در سرمایه‌گذاری پورتفولیو چنین ویژگی‌ای موجود نیست.

۱. ب- سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کلیه بخش‌ها در چارچوب روش‌های مشارکت مدنی، بیع متقابل و ساخت، بهره‌برداری و واگذاری که برگشت سرمایه و منافع حاصله صرفاً از عملکرد اقتصادی طرح مورد سرمایه‌گذاری ناشی شود و متکی به تضمین دولت یا بانک‌ها و یا شرکت‌های دولتی نباشد.

۵.۳. دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج

از بورس

دستورالعمل مورد بحث نیز همانند سایر دستورالعمل‌های موجود، ناظر بر نحوه اجرای آیین‌نامه و قانون است و متضمن مقررات ماهوی نیست. اما تبصره ماده ۸ دستورالعمل، علاوه بر تعمیم مقررات آیین‌نامه نسبت به سایر اوراق بهادار نظیر اوراق مشارکت، اوراق صکوک^۱، گواهی سپرده بانکی و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، مقررات ماده ۱۰ آیین‌نامه را نیز در صورت اخذ مجوز ماده ۴ آیین‌نامه، در خصوص آنها مجری دانسته است. تبصره ماده ۸ این چنین اشعار می‌دارد:

«سازمان موظف است به تقاضای شخص خارجی یا شخص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی برای سرمایه‌گذاری در سایر اوراق بهادار موضوع این ماده، مجوز معامله صادر نماید. اشخاصی که به این منظور، مجوز معامله دریافت می‌کنند، مشمول تسهیلات پیش‌بینی شده در ماده ۱۰ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی برای افتتاح حساب بانکی، نقل و انتقال ارز به داخل و خارج از ایران، تبدیل ارز به ریال و بالعکس و سایر عملیات بانکی می‌گردند.»

در خصوص ماده ۱۰ آیین‌نامه سابقاً شرح مختصری را ارائه نمودیم و از بیان مجدد خودداری می‌کنیم. تبصره ماده ۸ دستورالعمل مقرر حمایتی جدیدی را مطرح نمی‌کند و صرفاً دایره شمول مقررات حمایتی ماده ۱۰ آیین‌نامه را به سایر روش‌های سرمایه‌گذاری پورترفولیو غیر از سرمایه‌گذاری در بازار بورس و اوراق بهادار، توسعه داده است.

۱. صکوک به‌طور معمول به‌عنوان (اوراق قرضه اسلامی) یا همان ابزارهای مالی اسلامی تعریف می‌شود. صکوک اوراق بهاداری است که براساس یکی از معاملات مشروع طراحی شده است و نوعی ابزار مالی با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی است (عسگری، محمدرضا و فاطمه فرجی، «صکوک، ابزار مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه»، مطالعات مدیریت و حسابداری، بهار ۱۳۹۷، دوره چهارم، شماره ۱، ص ۷۹).

نتیجه‌گیری

حمایت از سرمایه‌گذار خارجی ریشه در حقوق بین‌الملل دارد. عرف متداول میان دولت‌ها و همچنین رویه قضایی دیوان‌های داوری در تکامل این استانداردها نقش مؤثری داشته است؛ به طوری که امروزه استانداردهای حمایتی یکی از موضوعاتی است که در بیشتر قریب‌به‌اتفاق معاهدات سرمایه‌گذاری قید می‌گردد. از آنجایی که حقوق سرمایه‌گذاری خارجی نیز مشتق از حقوق بین‌الملل است، لذا استانداردها با سرمایه‌گذاری خارجی همخوانی دارند و متناسب با مقتضیات و ویژگی‌های آن تکامل یافته‌اند. اما سرمایه‌گذاری پورتفولیو، بنا بر ماهیت متفاوت خود، نیازمند استانداردهای حمایتی ویژه است. موانع راجع به نقل و انتقال وجوه حاصله از فروش سهام و عواید آن به کشور سرمایه‌گذار می‌تواند به عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی سرمایه‌گذاران پورتفولیو محسوب گردد؛ نظیر محدودیت‌های اعمالی از سوی بانک مرکزی برای جلوگیری از خروج ارز. یکی دیگر از مشکلاتی که سرمایه‌گذاران خارجی در حوزه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری پورتفولیو با آن مواجه‌اند، دخالت‌های دولت در بازار به وسیله اتخاذ تصمیم‌های دستوری یا ایجاد مانع در عرضه برخی از سهام است که می‌تواند اموال و عواید سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. عدم دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات بازار و عدم وجود شفافیت نیز از دیگر موضوعاتی است که باید مورد حمایت قرار گیرد.

برخی از استانداردهای حمایتی که در سرمایه‌گذاری مستقیم مطرح می‌شود، نظیر حمایت و امنیت کامل، دول کامله‌الوداد، در این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها قابل اعمال نیست و از طرفی برخی دیگر از استانداردها نظیر رفتار منصفانه و عادلانه و رفتار ملی درخصوص سرمایه‌گذاری پورتفولیو قابل اعمال است. حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو باید متناسب با ذات فعالیت‌های این سرمایه‌گذاری و همسو با لوازم آن باشد و اعمال برخی از استانداردهای موجود در سرمایه‌گذاری مستقیم، معارض با نحوه فعالیت سرمایه‌گذاری پورتفولیو است.

در نظام حقوقی ایران، حمایت از سرمایه‌گذار خارجی در ذیل ماده ۱۰ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مقرر شده است که شامل مواردی نظیر امکان افتتاح حساب ریالی و ارزی برای سرمایه‌گذار خارجی و همچنین تبدیل ارز خارجی به ریال و بالعکس را برای وی فراهم می‌سازد. تبصره ۳ ماده مزبور را شاید بتوان به عنوان مهم‌ترین عنصر حمایتی از سرمایه‌گذار خارجی در نظام حقوقی ایران دانست که به موجب آن محدودیت‌های

خروج ارز از کشور درخصوص سرمایه‌گذاران خارجی اعمال نمی‌شود. محدودیت راجع به منع انتقال اصل و سود سرمایه در بازه زمانی دوساله، فقدان وجود محاکم تخصصی برای رسیدگی به اختلافات، عدم شفافیت کافی و دسترسی به اطلاعات بازار از جمله این نواقص است که باید برای حمایت سرمایه‌گذاران، مرتفع گردد.

در حال حاضر با توجه به عدم وجود اسناد لازم‌الاجرا یا ارشادی نظیر کنوانسیون و یا دستورالعمل‌ها و همچنین فقدان عرف و رویه قضایی درخصوص حمایت از سرمایه‌گذاری پورترفولیو، ملاحظه شد که در این خصوص استانداردهای مشخص و معینی لازم است که این موارد در این حوزه وجود ندارد و حمایت از سرمایه‌گذاری پورترفولیو تاکنون تشکیل نگردیده است. با توجه به سه فعالیت اصلی سرمایه‌گذاری پورترفولیو، مواردی نظیر عدم ممنوعیت خروج اصل و عواید سرمایه به صورت ارز خارجی و همچنین عدم ایجاد مواعد زمانی برای خروج سرمایه و سود برای سرمایه‌گذار خارجی، امکان دسترسی سرمایه‌گذار به اطلاعات راجع به بازار و همچنین به‌روزرسانی قوانین و سیستم قضایی و به بیان دیگر ایجاد حمایت و امنیت قضایی می‌تواند موجبات حمایت از سرمایه‌گذار خارجی را فراهم آورد. تصریح به شمول سرمایه‌گذاری پورترفولیو به‌عنوان یکی از مصادیق سرمایه‌گذاری خارجی در معاهدات دو یا چندجانبه سرمایه‌گذاری و ارجاع اختلافات این نوع سرمایه‌گذاری به داوری نیز از پیشنهادهای این نوشتار است که از طرفی موجب تقویت رویه قضایی در این خصوص و همچنین تکامل حمایت از سرمایه‌گذاران پورترفولیو می‌گردد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. دالزر، رودلف، کریستوفر شروتر، سید قاسم، زمانی و به آذین حسینی، **اصول حقوق بین الملل سرمایه‌گذاری**، چ ۴، تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهردانش، ۱۳۹۸.
۲. شیروی، عبدالحسین، **حقوق تجارت بین الملل**، چ ۱۱، تهران: انتشارات سمت، ۱۳۹۸.
۳. عسگری، پوریا، **حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در رویه داوری بین‌المللی**، چ ۳، تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهردانش، ۱۳۹۴.
۴. کاتوزیان، ناصر، **اموال و مالکیت**، چ ۴۹، تهران: بنیاد حقوقی میزان، ۱۳۹۶.

مقاله

۵. انصاری مهباری، علیرضا و لیلا رئیسی، «استانداردهای بین‌المللی حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی»، *دوفصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی*، سال بیست و پنجم، شماره ۱۳، ۱۳۹۷، صص ۴۷ - ۸۸.
۶. نیکبخت، حمیدرضا و فرهاد پیری، «سرمایه‌گذاری خارجی در سید اوراق بهادار (پورتفولیو): رویکرد دیوان‌های داوری و معاهدات سرمایه‌گذاری»، *نشریه بورس و اوراق بهادار*، دوره دهم، شماره ۳۹، ۱۳۹۶، صص ۱۲۵ - ۱۶۰.
۷. عسگری، محمدرضا و فاطمه فرجی، «صکوک، ابزار مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه»، *مطالعات مدیریت و حسابداری*، بهار ۱۳۹۷، دوره چهارم، شماره ۱، صص ۷۸ - ۸۹.

ب) منابع انگلیسی

Books

8. Bath, V., & Nottage, L (Eds.). **Foreign Investment and Dispute Resolution Law and Practice in Asia**, (1st ed.). Routledge, 2011.
9. Jola Gjuzi, **Stabilization Clauses in International Investment Law**, 1st ed, Gewerbestrasse (Switzerland) : Springer, 2018.

10. OECD, **International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations: A Companion Volume to International Investment Perspectives**, Paris: OECD Publishing, 2008.
11. Peter T Muchlinski, Federico Ortino, Christoph Schreuer, **The Oxford Handbook of International Investment Law**, 1st edn, Oxford (United States): Oxford University Press , 2008.
12. Sauvant, Karl P., and Lisa E. Sachs, **The Effect of Treaties on Foreign Direct Investment: Bilateral Investment Treaties, Double Taxation Treaties, and Investment Flows**, 1st ed, New York: Oxford Academic, 2009.
13. Subedi, Surya P, **International Investment Law: Reconciling Policy and Principle**, 1st ed, United states: Hart Publishing, 2008.
14. Sornarajah, M, **The International Law on Foreign Investment**, 3rd ed, Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
15. UNCTAD, **International Investment Agreements: Key Issues**, Volume 1, New York and Geneva: United nations , 2004.

Articles

16. David Gaukrodger, "Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice", *OECD Working Papers on International Investment* 2014/3, OECD Publishing, 2014, pp. 3-75
17. Hoti, Suhejla, "The International Country Risk Guide: An Empirical Evaluation" .2003, pp. 539-588.
18. Kenneth J. Vandeveld, "A Brief History of International Investment Agreements", *UC Davis Journal of International Law & Policy* 12, 2005, pp. 157-94.
19. Llewellyn D. Howell, "International Country Risk Guide Methodology", PRS group.
20. Maela Giofré, "Investor Protection and Foreign Stakeholders", CESifo Working Paper Series 3102, CESifo, 2010, pp. 1-42.
21. Poshakwale, Sunil S. & Thapa, Chandra. "Investor protection and international equity portfolio investments", *Global Finance Journal*, Elsevier, vol. 22(2), , 2011, pp. 116-129.
22. Schill, Stephan W. "Fair and Equitable Treatment, The Rule of Law, and Comparative Public Law", in: *Stephan W. Schill (ed), International Investment Law and Comparative Public Law*, Oxford: Oxford University Press, 2011, pp. 151-182.

- 23.Thapa, Chandra and Poshakwale, Sunil S. "Investor protection and foreign equity portfolio investments", *Global Finance Journal*, 22 (2). 2011, pp. 116-129.
- 24.Karius, Tim, "Intellectual property and intangible assets: Alternative valuation and financing approaches for the knowledge economy in Luxembourg," *European Institute for Knowledge & Value Management (EIKV)*, Luxembourg, volume 3, number 3, 2016, pp. 1-92.



The Possibility of Applying Protecting Standards in Portfolio Investments

Mehrab DARABPOUR (Professor of Law, Shahid Beheshti University)

Seyed Mohammad Mahdi MOUSAVI ABDOL ABADI (PhD Student in Oil and Gas Law, Shahid Beheshti University)

Abstract

Protection of foreign investment is a useful instrument for foreign investors and host states. Strong protection for foreign investor attracts more investors and causes economic growth and development of host state and foreign investor gains more profit by increasing his capital. Foreign investment protection standards are considered as a requirement for the foreign investor to claim compensation in case of violation by the host state. In portfolio investment, according to the differences between this type of investment and foreign direct investment, special protections are required because a collection of protective standards applying in direct investment including full protection and security standard are not applicable in portfolio investment due to its specific characteristics. Therefore, it is necessary to apply standards which are useful and efficient. Some of these specific standards are mentioned in this Article. In Iran's legal system, the Executive Directive of Foreign Investment in Stock Exchange and OTCs addresses the protection of portfolio investor in brief, which does not provide sufficient protection for foreign investor.

Keywords:

Foreign Investment, Portfolio Investment, Protection of Foreign Investment, Protective Standards, Securities