بررسی تطبیقی چارچوب نظارتی بازار سرمایه ایران و اصول آیسکو در خصوص طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی (CIS)

مرجان محمدیان
دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، حقوق تجارت بین‌الملل، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
Marjan_Mohammadian@yahoo.com

چکیده

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از ارکان اصلی اقتصاد، نیازمند سازوکارهای نظارتی کارآمد برای جلب اعتماد عمومی است. در این میان، طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی (CIS[1]) به‌عنوان ابزاری برای مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها، نقش بسزایی در هدایت نقدینگی خرد به سمت تولید دارند. هدف اصلی این پژوهش، سنجش میزان انطباق قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران، به‌ویژه قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی مصوب ۱۳۸۸، با اصول و استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO) است. مبنای اصلی مقایسه در این پژوهش، افزون بر سند «اهداف و اصول تنظیم‌گری اوراق بهادار»، سند اختصاصی «اصول تنظیم‌گری طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی» آیسکو و گزارش‌های تکمیلی مرتبط با آن است. روش پژوهش توصیفی-تحلیلی و با رویکرد تطبیقی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اگرچه قانون‌گذار ایران در تدوین ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوشیده است چارچوب‌های مدرن مالی را رعایت کند، اما در برخی از اصول بنیادین آیسکو، همچنان چالش‌هایی بنیادین در حوزه‌هایی نظیر «استقلال کامل نهاد ناظر از بدنهٔ دولت»، «تفکیک دقیق و کامل دارایی‌ها توسط نهاد نگهدارنده (امین)» و «مدیریت مؤثر تعارض منافع در گروه‌های مالی بزرگ» وجود دارد که نیازمند اصلاحات تقنینی و نظارتی است.

واژگان کلیدی: طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی، اصول سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو)، مقررات بازار سرمایه، بازار سرمایه ایران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

[1] Collective Investment Schemes (CIS)

مقدمه

در دهه‌های اخیر، طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی که در حقوق ایران عمدتاً در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمود یافته‌اند، رشد چشمگیری داشته‌اند. توسعه روزافزون بازارهای مالی و پیچیدگی ابزارهای سرمایه‌گذاری، موجب شده تا سرمایه‌گذاران خرد برای ورود به این بازارها با چالش‌های متعددی از جمله کمبود دانش تخصصی و محدودیت منابع مالی مواجه شوند. در پاسخ به این نیاز، «طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی» یا همان صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای واسط مالی پا به عرصه ظهور گذاشتند. این نهادها با جمع‌آوری وجوه خرد و مدیریت تخصصی آن‌ها، نه‌تنها ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند، بلکه به تخصیص بهینه منابع در اقتصاد کلان نیز کمک شایانی می‌کنند (محمدی، ۱۳۹۶: ۲۱). سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار[۲] در سال ۱۹۸۳ با ارتقای یک انجمن منطقه‌ای به نهادی جهانی تأسیس شد تا به‌عنوان «استانداردگذار اصلی» بازارهای سرمایه، بر بخش عمده‌ای از بورس‌های دنیا نظارت عالیه داشته باشد. کارکرد محوری این سازمان، تدوین اصول جهان‌شمول برای هماهنگ‌سازی مقررات، تسهیل تبادل اطلاعات میان نهادهای ناظر جهت کشف تخلفات فرامرزی و تضمین شفافیت و کارایی بازارهاست تا از طریق همگرایی قوانین، ریسک سیستماتیک مالی کاهش یابد (IOSCO, 2017).

با این حال، ماهیت امانی این نهادها و حجم عظیم دارایی‌هایی که در اختیار مدیران شخص ثالث قرار می‌گیرد، بستر مناسبی را برای بروز پدیده «کژمنشی»[۳] و تعارض منافع فراهم می‌آورد. این ماهیت امانی که ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت است، به مدیران اجازه می‌دهد تا بر دارایی‌های غیرخودی تسلط یابند؛ امری که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه کژمنشی را تقویت می‌کند. در این بستر، مدیر ممکن است با پذیرش ریسک‌های نامتعارف برای کسب پاداش عملکردی بیشتر، انجام معاملات با اشخاص وابسته جهت انتقال دارایی‌های سمی به صندوق، یا دستکاری در ارزشیابی دارایی‌ها، منافع شخصی خود را بر صرفه و صلاح سرمایه‌گذاران مقدم دارد. دقیقاً در همین نقطه است که نقش چارچوب‌های نظارتی قدرتمند برجسته می‌شود (Avgouleas, 2005: 45).

پرسش اصلی پژوهش حاضر این است که چارچوب نظارتی بازار سرمایه ایران و ابزارهای در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار، تا چه میزان با اصول آیسکو در خصوص طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی همسویی دارد و چه خلأهایی در این زمینه احساس می‌شود؟ آیا سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان مقام ناظر، از ابزارهای کافی برای اعمال اصول آیسکو برخوردار است؟

ضرورت این تحقیق از آنجا ناشی می‌شود که با گسترش ابزارهای نوین مالی و تلاش برای بین‌المللی‌شدن بازار سرمایه ایران، انطباق با استانداردهای جهانی اجتناب‌ناپذیر است. در این مقاله تلاش می‌شود با بررسی دقیق متون قانونی و رویه‌های اجرایی، پاسخی علمی و کاربردی به این پرسش‌ها داده شود.

۱. مبانی نظری و مفاهیم بنیادین طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی

۱-۱. مفهوم‌شناسی طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی (CIS) در استانداردهای بین‌المللی

توضیح دربارهٔ عنوان: چون آیسکو یک سازمان غیردولتی است که تحت قوانین اسپانیا به ثبت رسیده و اسناد آن در زمرهٔ «حقوق نرم» قرار می‌گیرد، مقررات آن را نمی‌توان بخشی از «حقوق بین‌الملل» در معنای دقیق کلمه دانست؛ از این رو عنوان این بخش به «استانداردهای بین‌المللی» اصلاح شد.

طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی، سازوکارهایی هستند که سرمایه‌های خرد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و به‌صورت مشاع در سبدی از اوراق بهادار یا سایر دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر پایهٔ تعریف آیسکو، ویژگی اصلی این طرح‌ها مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها و تقسیم ریسک میان سرمایه‌گذاران است (IOSCO, 2017: Principle 24؛ IOSCO, 1994). در ادبیات حقوق مالی، این طرح‌ها در سطح بین‌المللی معمولاً در دو قالب «شرکتی»[۴] (مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری باز) و «قراردادی»[۵] (مانند تراست‌ها یا صندوق‌های مشترک) ایجاد می‌شوند و ماهیت حقوقی آن‌ها بر نحوه نظارت تأثیرگذار است (Hudson, 2013:

---

[2] International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
[3] Moral Hazard
[4] Corporate
[5] Contractual

1102). در استانداردهای جهانی تأکید می‌شود که فارغ از ساختار حقوقی (شرکتی یا قراردادی)، آنچه باید تحت نظارت قرار گیرد، «ماهیت فعالیت» یعنی مدیریت دارایی دیگران است (محمدیان، ۱۳۹۵: ۳۸).

اصول آیسکو تصریح می‌کند که قوانین ملی باید تعریف روشنی از طرحهای سرمایه گذاری جمعی ارائه دهند؛ زیرا تعریف دقیق قانونی برای جلوگیری از فعالیت‌های غیرمجاز و طرح‌های هرمی در پوشش سرمایه‌گذاری ضروری است (IOSCO, 1994؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۴۱). فارغ از قالب حقوقی، بر اساس استانداردهای جهانی، هر طرح سرمایه‌گذاری جمعی بر سه رکن اساسی استوار است که باید به دقت واکاوی شوند:

- **۱. جمع‌آوری وجوه**[6]: رکن نخست، تجمیع سرمایه‌های خرد است. این امر موجب ایجاد صرفه به مقیاس شده و قدرت مانور معاملاتی را افزایش می‌دهد.
- **۲. هدف سودآوری و تسهیم ریسک**: سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازدهی وارد این طرح‌ها می‌شوند، اما ویژگی بارز آن، تسهیم ریسک میان تمام دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری (متناسب با سهمشان) است.
- **۳. مدیریت شخص ثالث**[7]: مهم‌ترین رکن که ضرورت نظارت را ایجاب می‌کند، واگذاری مدیریت دارایی‌ها به نهادی حرفه‌ای و مستقل از سرمایه‌گذاران است. در اینجا سرمایه‌گذار کنترل مستقیمی بر تصمیمات روزمرهٔ سرمایه‌گذاری ندارد و این انفکاک مالکیت از مدیریت، ریشهٔ اصلی لزوم تدوین مقررات سخت‌گیرانه برای حفظ حقوق سرمایه‌گذاران است (Avgouleas, 2005: 45).

۱-۲. جایگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حقوق بازار سرمایه ایران

در نظام حقوقی ایران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی (۱۳۸۸) شکل گرفته‌اند. مادهٔ ۱ قانون بازار اوراق بهادار، صندوق‌ها را نهادهای مالی می‌داند که فعالیت اصلی آن‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. در تشریح این ساختار باید گفت که قانون‌گذار ایرانی، مدل «قراردادی» را با اعطای شخصیت حقوقی مستقل تلفیق کرده است که نوعی نوآوری در حقوق بازارهای مالی محسوب می‌شود (سلطانی، ۱۳۹۳: ۱۱۲). طبق مادهٔ ۱۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، صندوق‌ها دارای شخصیت حقوقی مستقل هستند و این امر آن‌ها را از مدیر و سایر ارکان متمایز می‌کند.

این ساختار ترکیبی در ایران، اگرچه مزایایی دارد، اما چالش‌هایی را نیز در تطبیق با استانداردهای جهانی ایجاد کرده است. در مدل ایران، صندوق رکن تصمیم‌گیرندهٔ انسانی مستقل (مانند هیئت مدیره در شرکت‌ها) ندارد و عملاً توسط «مدیر صندوق» اداره می‌شود که خود یک شخص حقوقی دیگر است (محمدیان، ۱۳۹۵: ۵۸). این وابستگی ساختاری، ضرورت نظارت بر رکن مدیر را دوچندان می‌کند. همچنین، تفکیک وظایف میان ارکان مختلف (مدیر، متولی، ضامن) تلاشی برای پیاده‌سازی سیستم کنترل و تعادل است.

همان‌گونه که در بند پیشین اشاره شد، بر اساس استانداردهای جهانی هر طرح سرمایه‌گذاری جمعی بر سه رکن جمع‌آوری وجوه، هدف سودآوری و مدیریت شخص ثالث استوار است؛ و تعریف قانونی روشن از CIS شرط لازم برای جلوگیری از سوءاستفاده و فعالیت‌های غیرمجاز به شمار می‌رود (Avgouleas, 2005: 45؛ محمدی، ۱۳۹۶: ۳۴).

۱-۳. معرفی سازمان آیسکو، اسناد آن و اصول سی‌وهشت‌گانه

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار[8] در سال ۱۹۸۳ تأسیس شد و هدف اصلی آن ایجاد استانداردهای واحد برای بازارهای اوراق بهادار در سطح جهان است. این سازمان با تدوین ۳۸ اصل کلیدی، چارچوبی را برای تنظیم‌گری بازارهای مالی ارائه داده است. در ویرایش کنونی این سند (۲۰۱۷)، اصول در چند دسته سازمان یافته‌اند؛ از جمله «اصول ناظر بر مقام تنظیم‌گر» (اصول ۱ تا ۸)، «اصول مربوط به طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی» (اصول ۲۴ تا ۲۸) و «اصول مربوط به واسطه‌های بازار» (اصول ۲۹ تا ۳۲). بر این اساس، اصول ۲۴ تا ۲۸ به‌طور خاص به طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی اختصاص دارند و ناظرند بر: صلاحیت و ادارهٔ گردانندگان صندوق (اصل ۲۴)، شکل حقوقی و تفکیک و حفاظت از دارایی مشتریان (اصل ۲۵)،

---

[6] Pooling of Resources
[7] Third-party Management

افشا (اصل ۲۶)، مبنای ارزش‌گذاری و قیمت‌گذاری و ابطال واحدها (اصل ۲۷) و نظارت بر صندوق‌های پوشش ریسک (اصل ۲۸). در مقابل، الزامات عام واسطه‌های بازار مانند رفتار تجاری و سازمان داخلی، کفایت سرمایه و الزامات احتیاطی و حفاظت از دارایی مشتریان، ذیل اصول ۲۹ تا ۳۲ قرار می‌گیرند (IOSCO, 2017). با این حال، این اصول کلی‌اند و استانداردهای تفصیلی آیسکو دربارهٔ صندوق‌ها در سند اختصاصی «اصول تنظیم‌گری طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی» (IOSCO, 1994) و گزارش‌های تکمیلی مرتبط تدوین شده است که مبنای اصلی مقایسهٔ این پژوهش قرار گرفته است.

رعایت این اصول شرط لازم برای عضویت در مجامع بین‌المللی و جذب سرمایه‌گذار خارجی است و اتحادیه اروپا نیز بسیاری از این اصول را در دستورالعمل‌های UCITS[9] خود گنجانده است (Moloney, 2014: 230).

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)، برخلاف سازمان‌هایی مانند سازمان ملل یا سازمان تجارت جهانی که بر مبنای معاهدات بین‌المللی الزام‌آور شکل گرفته‌اند، یک «سازمان غیردولتی بین‌المللی» با ماهیت انجمنی و همکاری‌محور است. اعضای آن نه دولت‌ها، بلکه نهادهای ناظر بازارهای سرمایه (مانند سازمان بورس در ایران یا SEC در آمریکا) هستند. این سازمان به‌عنوان «مرجع جهانی استانداردگذار» شناخته می‌شود و مشروعیت خود را نه از قدرت حاکمیتی، بلکه از تخصص فنی و اجماع اعضا کسب می‌کند (Moloney, 2014: 228؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۲۲).

ماهیت حقوقی اسناد آیسکو اگرچه در زمرهٔ «حقوق نرم»[10] طبقه‌بندی می‌شود و فاقد الزام مستقیم معاهدات بین‌المللی است، اما در عمل به استانداردی اجتناب‌ناپذیر برای نظام‌های مالی تبدیل شده است. رعایت این اصول، شرط لازم برای پیوستن به «تفاهم‌نامه چندجانبهٔ تبادل اطلاعات»[11] محسوب می‌شود که ابزار اصلی نهادهای ناظر برای کشف تخلفات فرامرزی است. انطباق با چارچوب آیسکو همچنین مهم‌ترین سیگنال اطمینان‌بخش به سرمایه‌گذاران خارجی است و ریسک‌های سیاسی و مقرراتی ورود سرمایه را کاهش می‌دهد (Black, 1997: 12؛ احمدزاده، ۱۳۹۳: ۹۷).

اصول مربوط به CIS در اسناد آیسکو بر پنج محور اصلی تمرکز دارند: (۱) نظام دقیق مجوزدهی؛ (۲) حاکمیت شرکتی و مدیریت تعارض منافع؛ (۳) ارزشیابی منصفانهٔ دارایی‌ها؛ (۴) تفکیک و حفاظت از دارایی مشتریان (نگهداری)؛ و (۵) افشای شفاف اطلاعات (IOSCO, 1994؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۴۹). به دلیل عدم تخصص سرمایه‌گذاران خرد در این طرح‌ها، مقام ناظر باید رویکردی حمایت‌گرایانه داشته باشد؛ رویکردی که در مقایسه با نظارت بر بازارهای عمده‌فروشیِ متشکل از بازیگران حرفه‌ای، سخت‌گیرانه‌تر است (IOSCO, 1994؛ Moloney, 2014: 235).

رعایت اصول آیسکو صرفاً یک ژست مدیریتی نیست، بلکه پیش‌شرط حیاتی بقا در اکوسیستم مالی جهانی است؛ چنان‌که عدم پیوستن به تفاهم‌نامهٔ چندجانبه عملاً به معنای انزوای اطلاعاتی بازار سرمایهٔ یک کشور در پرونده‌های تخلف فرامرزی است (Black, 1997: 12؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۵۵).

۲. جایگاه، استقلال و اختیارات مقام ناظر

ارتباط با موضوع: اصول ۲۴ تا ۲۸ آیسکو دربارهٔ صندوق‌ها بر بستر وجود «مقام ناظرِ مستقل و دارای اختیارات کافی» (اصول ۱ تا ۸) استوارند؛ از این رو بررسی استقلال و اختیارات سازمان بورس، پیش‌شرط تحقق نظارت مؤثر بر طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی است (IOSCO, 2017؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۶۰).

۲-۱. اصل استقلال عملیاتی و پاسخگویی مقام ناظر

یکی از ارکان اصلی اصول آیسکو (اصول ۱ تا ۵)، مربوط به خودِ مقام ناظر است. آیسکو تأکید دارد که نهاد ناظر باید از استقلال عملیاتی برخوردار باشد تا بتواند بدون فشارهای سیاسی و تجاری تصمیم‌گیری کند. در ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار زیر نظر شورای عالی بورس فعالیت می‌کند که ریاست آن با وزیر اقتصاد است. این ساختار، شائبهٔ نقض استقلال را ایجاد می‌کند، زیرا دولت به‌عنوان بزرگ‌ترین ناشر اوراق و بازیگر اقتصاد، همزمان در رأس نهاد ناظر قرار دارد و می‌تواند تصمیمات را به نفع سیاست‌های مالی خود جهت‌دهی کند (سلیمانی، ۱۳۹۴: ۸۵).

---

[9] Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)
[10] Soft Law
[11] Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU)

پژوهش‌های تطبیقی نشان می‌دهد که در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته، نهاد ناظر مستقیماً به پارلمان پاسخگوست و اعضای آن دارای مصونیت نسبی در تصمیم‌گیری‌های تخصصی هستند. استقلال سیاسی تنظیم‌گر، پیش‌شرط کارایی بازار است (Armour et al., 2016: 78). در حقوق ایران، وابستگی بودجه‌ای و مدیریتی سازمان بورس به دولت و امکان عزل و نصب مدیران ارشد توسط وزرا، می‌تواند استقلال رأی ناظر را در برخورد با تخلفات نهادهای وابسته به دولت (مانند بانک‌ها و هلدینگ‌های شبه‌دولتی) خدشه‌دار کند.

۲-۲. اختیارات بازرسی، تحقیق و اعمال ضمانت اجرا

طبق اصول آیسکو، نهاد ناظر باید اختیارات کافی برای بازرسی، تحقیق و اعمال جرایم بازدارنده داشته باشد (IOSCO, 2017: Principles 10-12). قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴) اختیارات وسیعی به سازمان بورس برای دسترسی به اطلاعات و اسناد نهادهای مالی داده است. هیئت مدیره سازمان می‌تواند در صورت مشاهدهٔ تخلف، دستور توقف فعالیت را صادر کرده و پرونده را به هیئت داوری یا مراجع قضایی ارجاع دهد و این امر نشان‌دهندهٔ قدرت قانونی مناسب ناظر در متون حقوقی است (پاسبان، ۱۳۹۴: ۲۰۳؛ محمودی اختیار، ۱۳۹۶: ۷۱).

با این حال، چالش اصلی در «اثربخشی» و «سرعت» اعمال این اختیارات است. فرآیندهای طولانی رسیدگی به تخلفات و گاه عدم تناسب جریمه‌ها با منافع حاصل از تخلف، کارایی نظارت را کاهش می‌دهد. آیسکو توصیه می‌کند که مقام ناظر باید توانایی اعمال جریمه‌های اداری سنگین و تعلیق فوری مجوزها را بدون نیاز به طی فرآیندهای طولانی قضایی داشته باشد. در ایران، طولانی‌بودن روند رسیدگی در مراجع ذی‌صلاح و بعضاً عدم تناسب جریمه‌های ریالی با حجم تخلفات مالی در صندوق‌های بزرگ، قدرت بازدارندگی نظام نظارتی را کاهش داده است.

۲-۳. شفافیت در فرآیندهای نظارتی و مقررات‌گذاری

شفافیت نه‌تنها برای بازار، بلکه برای خود نهاد ناظر نیز الزامی است. آیسکو مقرر می‌دارد که فرآیند تدوین مقررات باید شفاف باشد و عموم ذی‌نفعان امکان اظهار نظر داشته باشند. در ایران، سازمان بورس در سال‌های اخیر کوشیده است با انتشار پیش‌نویس دستورالعمل‌ها، نظرات فعالان بازار را اخذ کند. با این حال، فقدان یک رویهٔ ثابت و الزام‌آور برای مشورت با ذی‌نفعان پیش از تصویب مقررات، می‌تواند به تصمیمات خلق‌الساعه و بی‌ثباتی در بازار بینجامد (باقری، ۱۳۸۹: ۱۵۰).

افزون بر این، انتشار آرای انضباطی و دلایل تصمیمات نظارتی، از دیگر شاخص‌های شفافیت است. طبق استانداردهای جهانی، بازار باید بداند چرا یک نهاد جریمه یا مجوز آن تعلیق شده است تا از آن درس بگیرد. در ایران، اگرچه فهرست نهادهای دارای مجوز منتشر می‌شود، جزئیات پرونده‌های تخلفاتی و استدلال‌های حقوقی کمیتهٔ تخلفات همیشه به‌صورت کامل و آموزشی در دسترس عموم قرار نمی‌گیرد که نیازمند اصلاح رویه است (احمدزاده، ۱۳۹۳: ۱۰۵).

۳. نظام مجوزدهی و شرایط ورود به بازار

ارتباط با موضوع: اصل ۲۴ آیسکو مستقیماً ناظر بر «صلاحیت، حاکمیت، سازمان و رفتار عملیاتی» گردانندگان صندوق‌های سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین معیارهای احراز صلاحیت و فرآیند صدور مجوز، هستهٔ اصلی انطباق نظام ایران با اصول آیسکو محسوب می‌شود (IOSCO, 1994).

۳-۱. معیارهای احراز صلاحیت حرفه‌ای و فنی مدیران

آیسکو در اصل ۲۴ خود تأکید می‌کند که گردانندگان طرح‌های سرمایه‌گذاری باید واجد شرایط و صلاحیت‌های حرفه‌ای باشند. این مفهوم تحت عنوان «ارزیابی شایستگی و صلاحیت»[12] شناخته می‌شود. در ایران، سازمان بورس با برگزاری آزمون‌های حرفه‌ای و صدور گواهی‌نامه‌های شغلی کوشیده است حداقلِ دانش فنی مدیران را تضمین کند (میرزایی، ۱۳۹۷: ۴۵). این رویکرد با بخش «صلاحیت علمی» مورد نظر آیسکو همخوانی دارد.

با این وجود، تطبیق کامل با آیسکو نیازمند بررسی‌های عمیق‌تر در خصوص سوابق کیفری مؤثر و حسن شهرت تجاری است. آزمون‌های کتبی به‌تنهایی نمی‌توانند ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران صندوق را بسنجند و بررسی سوابق گذشته[13] اهمیت

[12] Fit and Proper Test
[13] Track Record

بیشتری دارد (Veil, 2013: 155). آیسکو پیشنهاد می‌کند که مصاحبه‌های تخصصی و بررسی عملکرد گذشتهٔ مدیران در سایر نهادها نیز بخشی از فرآیند تأیید صلاحیت باشد.

۳-۲. کفایت سرمایه و الزامات مالی نهادهای واسط

نهادهای مالی که مدیریت وجوه عموم را بر عهده دارند، برای تضمین پایداری خود در برابر نوسانات، نیازمند «ذخایر احتیاطیِ سرمایه»[۱۴] هستند. این ذخیره در واقع یک لایهٔ حفاظتی مازاد بر حداقل سرمایه قانونی است که همچون ضربه‌گیر عمل می‌کند؛ به این معنا که در شرایط بروز شوک‌های ناگهانی بازار یا زیان‌های عملیاتی پیش‌بینی‌نشده، این سرمایهٔ اضافی زیان وارده را جذب کرده و مانع از ورشکستگی نهاد یا انتقال زیان به دارایی‌های سرمایه‌گذاران می‌شود. اهمیت این ذخایر در بحث «بانکداری سایه»[۱۵] دوچندان است. مقصود از بانکداری سایه، مجموعهٔ فعالیت‌های واسطه‌گری اعتباری است که خارج از نظام بانکی متعارف و بدون دسترسی به پشتیبانی نقدینگی بانک مرکزی یا بیمهٔ سپرده انجام می‌شود؛ صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی از این نظام محسوب می‌شوند و ازاین‌رو در برابر هجوم برای ابطال، آسیب‌پذیرترند (Gorton & Metrick, 2012: 440).

با این حال، نظام حقوقی ایران و استانداردهای آیسکو در تعیین میزان این سرمایه رویکرد متفاوتی دارند. در ایران، تمرکز مقررات (مانند دستورالعمل‌های تأسیس شرکت‌های سبدگردان) عمدتاً بر «سرمایهٔ ثبتی اولیه» و ثابت است، حال آنکه اصول آیسکو بر «کفایت سرمایهٔ ریسک‌محور»[۱۶] تأکید دارند. در رویکرد ریسک‌محور، میزان سرمایهٔ الزامی یک عدد ثابت (مثلاً ۱۰۰ میلیارد ریال) نیست، بلکه تابعی پویا از «ارزش دارایی‌های تحت مدیریت»[۱۷] و «درجهٔ ریسک پورتفوی» است. به عبارت دیگر، هرچه حجم دارایی‌های صندوق افزایش یابد یا مدیر وارد استراتژی‌های پرریسک‌تر شود، ملزم است به تناسب، سرمایهٔ نقدپذیر و آزاد خود را افزایش دهد.

مفهوم کفایت سرمایهٔ پویا در حقوق ایران بیشتر در بخش بانکی (تحت استانداردهای کمیتهٔ بازل) توسعه یافته است، اما در نهادهای بازار سرمایه همچنان نگاه سنتی و ایستا به سرمایهٔ ثبتی حاکم است که با استانداردهای روز جهانی فاصله دارد (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۸۸). با این حال نباید نادیده گرفت که در رویه‌های فعلی نظارت بر نهادهای مالی ایران، ارزیابی توانگری مالی محدود به عدد سرمایهٔ ثبتی نیست؛ بلکه «حقوق صاحبان سهام» و میزان «دارایی‌های نقدپذیر و جاری» شرکت‌ها نیز به‌عنوان شاخص‌های حیاتی و مکمل پایش می‌شوند (عیسائی تفرشی، ۱۳۹۱: ۹۲).

۳-۳. بررسی تطبیقی فرآیند ثبت و صدور مجوز تأسیس

فرآیند صدور مجوز باید شفاف، عادلانه و کارآمد باشد و مقام ناظر باید بر پایهٔ چک‌لیست‌های شفاف و در بازهٔ زمانی معقول به متقاضیان پاسخ دهد (IOSCO, 1994؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۹۵). در ایران، فرآیند دریافت موافقت اصولی و سپس مجوز تأسیس و فعالیت، گاه بسیار طولانی و بوروکراتیک است و می‌تواند مانعی برای ورود نخبگان و رقابت سالم باشد.

بررسی طرح تجاری متقاضیِ تأسیس صندوق نیز از الزامات آیسکو است؛ نهاد ناظر باید اطمینان یابد که متقاضی، بازار هدف را می‌شناسد و زیرساخت‌های فنی و نرم‌افزاری لازم برای مدیریت صندوق را دارد (IOSCO, 1994). در ایران، الزام به داشتن نرم‌افزار حسابداری و وب‌سایت اختصاصی پیش از صدور مجوز فعالیت، اقدامی در راستای همین اصل است.

آسیب‌شناسی فرآیند صدور مجوز در ایران نشان می‌دهد که جنبهٔ بوروکراتیک آن غالباً ناشی از «اعمال سلیقه در احراز صلاحیت‌ها» و «فرآیندهای استعلامی چندلایه و زمان‌بر» است. نبود معیارهای عینی و کمی برای سنجش توانمندی متقاضیان باعث می‌شود جلسات مصاحبه و بررسی پرونده‌ها به گلوگاه‌های تصمیم‌گیری انسانی بدل شوند که با اصل شفافیت و پیش‌بینی‌پذیری مورد نظر آیسکو در تضاد است (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۰۲؛ IOSCO, 1994).

فراتر از زیرساخت‌های فیزیکی، آیسکو بر الزامات کلیدی‌تری تحت عنوان «دروازه‌بانی ورودی»[۱۸] تأکید دارد که مهم‌ترین آن‌ها «ارزیابی شایستگی و صلاحیت» است. این آزمون صرفاً به معنای نداشتن سوءپیشینهٔ کیفری نیست، بلکه نهاد ناظر باید اطمینان یابد که مدیران پیشنهادی صندوق دارای «شرافت حرفه‌ای»، «صداقت»، «تخصص مرتبط» و «سلامت مالی» هستند.

---

[14] Capital Buffers
[15] Shadow Banking
[16] Risk-Based Capital
[17] Assets Under Management (AUM)
[18] Gatekeeping

در واقع سرمایهٔ انسانی و سلامت اخلاقی مدیران، وزن بسیار سنگین‌تری نسبت به سرمایهٔ فیزیکی دارد (IOSCO, 1994؛ میرزایی، ۱۳۹۷: ۵۰).

افزون بر این، استانداردها الزام می‌کنند که متقاضی پیش از دریافت مجوز، باید «نظام کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک»[19] مدون و کارآمدی طراحی کرده باشد. این یعنی وجود صرفِ نرم‌افزار حسابداری کافی نیست؛ بلکه باید فرآیندهای نظارتی مشخصی برای جلوگیری از تضاد منافع، رعایت قوانین مبارزه با پولشویی و تفکیک وظایف در ساختار شرکت تعبیه شده باشد تا دارایی‌های سرمایه‌گذاران در برابر تخلفات داخلی و اشتباهات عملیاتی محافظت شود (IOSCO, 1994؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۱۰).

۴. حاکمیت شرکتی و مدیریت تعارض منافع

۴-۱. ساختار ارکان تصمیم‌گیر و نظارتی صندوق‌ها

حاکمیت شرکتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دلیل جدایی مالکیت (دارندگان واحدها) از مدیریت، اهمیت ویژه‌ای دارد. در ساختار صندوق‌های ایرانی، مجمع صندوق بالاترین رکن است، اما قدرت اجرایی در دست مدیر صندوق است. آیسکو بر لزوم وجود یک رکن نظارتی مستقل تأکید دارد. ضعف سازوکارهای حاکمیت شرکتی در صندوق‌های ایران می‌تواند ریسک نمایندگی را افزایش دهد (فخاری، ۱۳۹۵: ۷۸؛ IOSCO, 1994).

منظور از ریسک نمایندگی در اینجا، خطر ناشی از تضاد منافع ذاتی میان «مدیر صندوق» (به‌عنوان نماینده و اداره‌کننده) و «سرمایه‌گذاران» (به‌عنوان مالکان واقعی دارایی) است. در غیاب یک رکن نظارتی مستقل و قدرتمند، این ریسک زمانی افزایش می‌یابد که مدیر صندوق به‌جای اولویت‌دادن به حداکثرسازی ثروت سرمایه‌گذاران، تصمیماتی را اتخاذ کند که صرفاً منافع شخصی یا سازمانی خود را تأمین می‌کند. این انحراف از وظایف امانی، غالباً در قالب رفتارهایی نظیر «معامله با اشخاص وابسته»، «پذیرش ریسک‌های نامتقارن برای کسب کارمزد عملکرد بالاتر» یا «تحمیل هزینه‌های پنهان معاملاتی» نمود می‌یابد (فخاری، ۱۳۹۵: ۷۸).

در ایران، رکن «متولی» تا حدی وظیفهٔ نظارت بر عملکرد مدیر را دارد، اما انتصاب متولی توسط مؤسسان (که اغلب با مدیر هم‌گروه هستند) می‌تواند استقلال او را زیر سؤال ببرد. آیسکو تأکید دارد که نهاد ناظر باید بر استقلال واقعی ارکان نظارتی داخلی صندوق نظارت دقیق داشته باشد (IOSCO, 1994؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۷۴).

۴-۲. شناسایی و مدیریت تعارض منافع

تعارض منافع[20] زمانی رخ می‌دهد که مدیر صندوق انگیزه‌ای برای انجام معاملاتی داشته باشد که به نفع خودش یا شرکت‌های وابسته‌اش و به ضرر صندوق است. اصل ۲۵ آیسکو تصریح می‌کند که ساختار قانونی باید تعارض منافع را شناسایی، افشا و مدیریت کند. در بازار سرمایه ایران که بسیاری از مدیران صندوق‌ها وابسته به بانک‌ها یا هلدینگ‌های بزرگ‌اند، خطر خرید سهام شرکت‌های مادر یا هم‌گروه توسط صندوق وجود دارد.

قوانین ایران محدودیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری در اوراق وابسته به مدیر وضع کرده‌اند، اما صرفِ وضع قوانین کافی نیست و نیاز به «دیوارهای چین»[21] درون نهادهای مالی است تا جریان اطلاعات و منافع قطع شود (Scott, 2010: 412). بر همین اساس آیسکو پیشنهاد می‌کند که میان بخش‌های مختلف یک نهاد مالی (مثلاً بخش مشاورهٔ عرضه و بخش مدیریت صندوق) «دیوار چین» کشیده شود تا اطلاعات نهانی نشت نکند.

منظور از اطلاعات نهانی در این بافت، دسترسی رانتی به «اطلاعات بااهمیت و افشانشده»[22] است که در سایر بخش‌های یک گروه مالی تولید می‌شود. برای مثال، در یک نهاد مالی جامع، بخش «خدمات مشاورهٔ عرضه و پذیرش» ممکن است زودتر از بازار از ادغام، تملیک یا وضعیت وخیم مالی یک ناشر آگاه شود. اگر این اطلاعات محرمانه به بخش «مدیریت صندوق» نشت کند، مدیر ممکن است پیش از افشای عمومی، سهام آن شرکت را برای صندوق بخرد یا بفروشد (پدیدهٔ پیش‌دستی در

---

[19] Internal Controls and Risk Management
[20] Conflicts of Interest
[21] Chinese Walls
[22] Material Non-Public Information

معاملات)[۲۳]. اینجاست که تعارض منافع به اوج می‌رسد: تضاد میان «رعایت انصاف و قوانین بازار» و «وسوسهٔ کسب بازدهی ناعادلانه با استفاده از رانت اطلاعاتی درون‌گروهی» (Scott, 2010: 415).

لذا دیوار چین صرفاً یک مانع فیزیکی نیست، بلکه یک سد حقوقی و اطلاعاتی است تا تضمین کند تصمیمات خرید و فروش مدیر صندوق، تنها بر اساس تحلیل‌های عمومی و در دسترس همگان اتخاذ شده است، نه بر پایهٔ اطلاعات محرمانه‌ای که سایر بخش‌های شرکت مادر در اختیار دارند (IOSCO, 1994؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۸۰).

۴-۳. تکالیف امانی مدیران

رابطهٔ مدیر با سرمایه‌گذاران در CIS یک رابطهٔ امانی[۲۴] است و مدیر مکلف است با «حسن نیت»، «مراقبت» و «وفاداری» عمل کند. در بحث قواعد عمومی قراردادها، تعهدات مدیر عمدتاً «تعهد به وسیله» تلقی می‌شود (کاتوزیان، ۱۳۸۵: ۲۱۰)؛ با این حال، با بررسی دقیق «اساسنامه و امیدنامهٔ نمونهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری» مصوب سازمان بورس، می‌توان گفت ماهیت تعهد مدیر در حقوق ایران ترکیبی (دوگانه) است:

۱. در خصوص کسب بازدهی (تعهد به وسیله): طبق امیدنامه، مدیر هیچ‌گونه تضمینی برای کسب حداقل سود یا حتی حفظ اصل سرمایه نمی‌دهد (مگر در صندوق‌های با درآمد ثابت که رکن ضامن جداگانه دارند). بنابراین اگر مدیر همهٔ ضوابط را رعایت کند اما بازار سقوط کند، مسئولیتی متوجه او نیست.

۲. در خصوص رعایت نصاب‌ها و مقررات (تعهد به نتیجه): مدیر در قبال «رعایت نصاب‌های سرمایه‌گذاری» و «اجرای رویه‌های اجرایی» تعهد به نتیجه دارد. در اینجا عذرِ «تلاش کردم اما نشد» پذیرفته نیست و تخطی از این حدود (تعدی و تفریط)، مسئولیت مدنی و کیفری مستقیم برای مدیر ایجاد می‌کند.

بنابراین، اگرچه روح حاکم بر مدیریت دارایی «تعهد به وسیله» است، اما الزامات قانونی سفت‌وسختی وجود دارد که رعایت آن‌ها «تعهد به نتیجه» و مطلق است تا از رفتارهای سلیقه‌ای و پرخطر جلوگیری شود (عیسائی تفرشی، ۱۳۹۱: ۹۲).

۵. حفاظت از دارایی‌های سرمایه‌گذاران و نظام امانت‌داری

۵-۱. اصل جداسازی دارایی‌ها

مهم‌ترین اصل برای حفاظت از سرمایه‌گذاران در برابر ورشکستگی مدیر، اصل جداسازی دارایی‌هاست. دارایی‌های صندوق باید در حساب‌هایی کاملاً مجزا از حساب‌های شخصی شرکت مدیر یا کارگزار نگهداری شود. در ایران، این مهم از طریق ثبت دارایی‌ها به نام شخص حقوقیِ شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه انجام می‌شود که با الزامات پایهٔ آیسکو منطبق است.

با این حال، چالش زمانی ایجاد می‌شود که وجوه نقد صندوق در حساب‌های بانکی نگهداری می‌شود که حق برداشت با مدیر است. آیسکو توصیه می‌کند که حق برداشت و جابه‌جایی دارایی باید تحت نظارت مستقیم یک نهاد ثالث (نهاد نگهدارنده)[۲۵] باشد (IOSCO, 1994).

۵-۲. جایگاه و مسئولیت‌های رکن متولی

در استانداردهای جهانی، نهاد نگهدارنده یک بانک یا مؤسسهٔ مالی بزرگ است که دارایی‌ها را به‌صورت فیزیکی یا الکترونیکی نگهداری می‌کند. در ایران، رکن «متولی» بیشتر نقش حسابرس داخلی و ناظر تطبیق را دارد و لزوماً دارایی‌ها را «نگهداری» نمی‌کند (رحمانی و ابراهیمی، ۱۳۹۲: ۱۱۵)؛ این تفاوت کارکردی، یکی از نقاط افتراق با مدل جهانی است.

آیسکو تأکید دارد که نهاد نگهدارنده باید از نظر مالی و ساختاری کاملاً از مدیر مستقل باشد. در ایران، گاه مؤسسات حسابرسی نقش متولی را ایفا می‌کنند که تخصص لازم برای نگهداری دارایی و تسویه وجوه را ندارند. حرکت به سمت ایجاد بانک‌های نگهدارنده (کاستودی) در ایران می‌تواند انطباق با این اصل آیسکو را تکمیل کند (IOSCO, 1994؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۲۰).

۵-۳. مکانیزم‌های کنترل و تسویه وجوه

---

[23] Front Running
[24] Fiduciary Duties
[25] Custodian

فرآیند تسویهٔ وجوه ناشی از ابطال واحدها یا پرداخت سود باید امن و سریع باشد (IOSCO, 1994). نقش شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در ایران به‌عنوان نهاد تسویه بسیار حیاتی است و تمرکز وجوه و اطلاعات مالکیت در این نهاد، شفافیت بالایی ایجاد کرده است. با این وجود، در صندوق‌های کالایی یا صندوق‌هایی که دارایی‌های فیزیکی دارند، نقش شرکت سپرده‌گذاری مرکزی کم‌رنگ می‌شود و این حوزه نیازمند سازوکار تسویهٔ تکمیلی است (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۲۴).

۶. نظام ارزشیابی دارایی‌ها و محاسبهٔ قیمت

۶-۱. روش‌های استاندارد محاسبهٔ ارزش خالص دارایی

قلب اعتماد به صندوق‌های سرمایه‌گذاری، محاسبهٔ صحیح ارزش خالص دارایی[۲۶] است و قیمت صدور و ابطال واحدها بر این اساس تعیین می‌شود. آیسکو اصل را بر «ارزشیابی به قیمت بازار»[۲۷] می‌گذارد (IOSCO, 2013). در ایران، برای دارایی‌های بورسی، قیمت پایانی یا قیمت تعدیل‌شده مبنا قرار می‌گیرد که رویه‌ای استاندارد است (سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل نحوهٔ تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار: مادهٔ ۲).

چالش اصلی زمانی است که بازار نقدشوندگی ندارد یا نماد بسته است. در این شرایط، دستورالعمل‌های سازمان بورس به مدیر اجازه می‌دهد قیمت را با توجه به شرایط تعدیل کند. این اختیار اگر بدون نظارت باشد، می‌تواند به دستکاری قیمت بینجامد. آیسکو توصیه می‌کند که مدل‌های قیمت‌گذاری[۲۸] در شرایط نبود بازار باید توسط شخص ثالث مستقل تأیید شود (IOSCO, 2013).

۶-۲. استقلال نهاد ارزشیاب

برای جلوگیری از دستکاری قیمت توسط مدیر، آیسکو پیشنهاد می‌کند که فرآیند ارزشیابی از فرآیند مدیریت پورتفوی جدا باشد (IOSCO, 2013). در صندوق‌های بزرگ جهانی، دپارتمان ارزشیابی مستقل است. در ایران، نرم‌افزارهای حسابداری متصل به سامانهٔ معاملات این کار را انجام می‌دهند و متولی صحت آن را تأیید می‌کند؛ رویه‌ای که ریسک خطای انسانی را کاهش داده است (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۳۰).

با این حال، در صندوق‌های پروژه یا زمین و ساختمان که دارایی‌ها قیمت روزانهٔ بازار ندارند، نقش کارشناسان رسمی دادگستری و ارزیابان مستقل برجسته می‌شود. نظارت بر استقلال و تخصص این کارشناسان، گلوگاه اصلی انطباق با اصول آیسکو در این نوع صندوق‌هاست و هرگونه تبانی میان مدیر و کارشناس ارزیاب می‌تواند خسارت جبران‌ناپذیری به سرمایه‌گذاران بزند.

۶-۳. رویه‌های برخورد با اشتباهات در قیمت‌گذاری

اشتباه در محاسبهٔ ارزش خالص دارایی به معنای انتقال ثروت ناعادلانه میان سرمایه‌گذاران واردشده و خارج‌شده است. آیسکو الزام می‌کند که رویهٔ مشخصی برای جبران خسارت در صورت بروز خطای محاسباتیِ بااهمیت (مثلاً بیش از ۰٫۵ درصد) وجود داشته باشد (IOSCO, 2013). در مقررات ایران، مدیر و متولی مسئول جبران خسارت ناشی از اشتباهات خود هستند (سازمان بورس و اوراق بهادار، اساسنامهٔ نمونهٔ صندوق: مواد مربوط به مسئولیت ارکان).

شفافیت در اعلام این اشتباهات نیز مهم است و سرمایه‌گذاران حق دارند بدانند اگر ارزش خالص دارایی اصلاح شده، دلیل آن چه بوده است. در عمل، گاه مدیران می‌کوشند اشتباهات کوچک را بدون اطلاع‌رسانی عمومی در حساب‌ها تراز کنند که این امر با اصل شفافیت آیسکو مغایر است؛ الزام به افشای فوری هرگونه خطای بااهمیت در قیمت‌گذاری استانداردی است که باید با جدیت بیشتری در ایران دنبال شود (IOSCO, 2013؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۳۴).

۷. شفافیت، افشای اطلاعات و بازاریابی

۷-۱. محتویات و استاندارد امیدنامه

امیدنامه[۲۹]، سند اصلی معرفی صندوق به سرمایه‌گذاران است. طبق اصل ۲۶ آیسکو، امیدنامه باید شامل تمام اطلاعاتی باشد که یک سرمایه‌گذار برای تصمیم‌گیری آگاهانه نیاز دارد، از جمله استراتژی سرمایه‌گذاری، ریسک‌ها، هزینه‌ها و سوابق مدیران.

---

[26] Net Asset Value (NAV)
[27] Mark to Market
[28] Mark to Model
[29] Prospectus

در ایران، فرمت استاندارد امیدنامه‌ها توسط سازمان بورس تعیین شده و حاوی اکثر این اطلاعات است (سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل ثبت و عرضه: مادهٔ ۶).

نکته‌ای که آیسکو در اسناد افشای خود بر آن تأکید دارد، تهیهٔ سندی خلاصه، ساده و قابل‌فهم از امیدنامه برای سرمایه‌گذار است[۳۰] (IOSCO, 2017: Principle 26؛ IOSCO, 1994). امیدنامه‌های فعلی در ایران متون حقوقی و فنی سنگینی‌اند که سرمایه‌گذار عادی آن‌ها را نمی‌خواند؛ تدوین خلاصه‌های گرافیکی و ساده‌سازی مفاهیم ریسک، گامی است که بازار سرمایه ایران باید برای انطباق بیشتر با روح مقررات آیسکو بردارد (میرزایی، ۱۳۹۷: ۶۰).

۷-۲. گزارش‌دهی ادواری و صورت‌های مالی

صندوق‌ها موظف‌اند به‌صورت دوره‌ای وضعیت پورتفوی و عملکرد خود را افشا کنند. سامانهٔ کدال در ایران بستری شفاف برای این منظور فراهم کرده است. صورت‌های مالی حسابرسی‌شدهٔ ۶ماهه و سالانه و نیز گزارش‌های ماهانهٔ پورتفوی، استانداردهای افشا را تا حد زیادی رعایت می‌کنند (سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل افشای اطلاعات: مادهٔ ۱۲).

تطبیق با استانداردهای حسابداری بین‌المللی[۳۱] در تهیهٔ صورت‌های مالی صندوق‌ها، چالش دیگری است. اگرچه ایران در حال حرکت به این سمت است، تفاوت‌هایی در نحوهٔ شناسایی درآمد و هزینه‌ها وجود دارد که مقایسه‌پذیری صندوق‌های ایرانی با نمونه‌های خارجی را برای سرمایه‌گذار بین‌المللی دشوار می‌کند (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۴۰). آیسکو در اصول افشای مربوط به صندوق‌ها بر یکسان‌سازی زبان گزارشگری مالی تأکید دارد (IOSCO, 2017: Principle 26).

۷-۳. نظارت بر رویه‌های تبلیغات و بازاریابی

تبلیغات اغواکننده یکی از خطرات اصلی برای سرمایه‌گذاران خرد است. آیسکو ممنوعیت‌های سخت‌گیرانه‌ای برای تضمین سود (مگر در صندوق‌های تضمین‌شده با مکانیزم مشخص) و استفاده از عبارات گمراه‌کننده دارد. در ایران، سازمان بورس بر محتوای تبلیغاتی نظارت دارد و مدیران باید پیش از انتشار تأییدیه بگیرند (سازمان بورس و اوراق بهادار، مقررات تبلیغات نهادهای مالی: مادهٔ ۳).

با این حال، در فضای مجازی و شبکه‌های اجتماعی غیررسمی، گاه نمایندگان فروش یا بازاریابان غیرمجاز وعده‌هایی فراتر از امیدنامه می‌دهند. نظارت بر کانال‌های توزیع و بازاریابی، به‌ویژه زمانی که از طریق شعب بانک‌ها انجام می‌شود، نیازمند دقت بیشتری است تا سرمایه‌گذار تصور نکند که سرمایه‌گذاری در صندوق بورسی همانند سپردهٔ بانکی بدون ریسک است (IOSCO, 1994؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۴۴).

۸. تعلیق، انحلال و خروج از بازار

۸-۱. شرایط قانونی تعلیق فعالیت صندوق

گاه شرایط بازار یا وضعیت صندوق ایجاب می‌کند که صدور و ابطال واحدها موقتاً متوقف شود. آیسکو اصولی را برای «تعلیق»[۳۲] تعیین کرده تا از حقوق سرمایه‌گذاران موجود در برابر هجوم برای خروج محافظت کند. در ایران، مدیر صندوق می‌تواند با تأیید سازمان در شرایط اضطراری صندوق را متوقف کند (سازمان بورس و اوراق بهادار، اساسنامهٔ نمونهٔ صندوق: مواد مربوط به توقف صدور و ابطال).

مهم این است که این توقف نباید ابزاری برای پنهان‌کردن مشکلات مدیریتی باشد. آیسکو تأکید دارد که تعلیق باید «موقتی»، «با دلیل موجه» و «به نفع همگان» باشد (IOSCO, 2013). در بحران‌های گذشتهٔ بازار ایران، گاه توقف نمادها طولانی شده و نقدشوندگی سرمایه‌گذاران را حبس کرده است؛ موضوعی که ریسک سیستماتیک را افزایش می‌دهد و ضوابط آن باید شفاف‌تر شود (احمدزاده، ۱۳۹۳: ۱۴۰؛ سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۴۸).

۸-۲. فرآیند تصفیه و انحلال صندوق‌ها

پایان عمر صندوق یا انحلال زودرس آن باید طبق یک فرآیند منظم انجام شود تا دارایی‌ها به‌درستی نقد و میان دارندگان واحد تقسیم شود. نقش مدیر تصفیه در این مرحله حیاتی است. در حقوق ایران، متولی معمولاً به‌عنوان مدیر تصفیه عمل می‌کند و

---

[30] Key Investor Information Document (KID) — تطبیقی نمونهٔ عنوان‌به صرفاً و اروپا اتحادیه UCITS دستورالعمل به مربوط سندی

[31] International Financial Reporting Standards (IFRS)

[32] Suspension

نظارت سازمان بورس بر فرآیند فروش دارایی‌ها در زمان تصفیه برای جلوگیری از ارزان‌فروشی ضروری است (اساسنامهٔ نمونهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مواد ناظر بر تصفیه؛ میرزایی، ۱۳۹۷: ۷۰).

آیسکو توصیه می‌کند که هزینه‌های تصفیه نباید سربار مضاعفی بر سرمایه‌گذاران باشد و اولویت‌بندی پرداخت‌ها و تعیین‌تکلیف دارایی‌های فروش‌نرفته باید در اساسنامه پیش‌بینی شده باشد (IOSCO, 1994). در ایران، فرآیند تصفیه معمولاً زمان‌بر است و خواب سرمایه در این مدت به زیان سرمایه‌گذار است که نیازمند چابک‌سازی رویه‌های اداری و حقوقی است (سلیمانی، ۱۴۰۲: ۱۵۰).

۸-۳. انتقال مدیریت صندوق

اگر مدیر صندوق سلب صلاحیت شود یا استعفا دهد، صندوق نباید منحل شود، بلکه باید مدیریت آن منتقل گردد؛ این «اصل تداوم فعالیت» در آیسکو بسیار مهم است (IOSCO, 1994). در قوانین ایران، امکان تغییر مدیر و جایگزینی آن پیش‌بینی شده است و مجمع صندوق یا سازمان بورس می‌توانند در این خصوص تصمیم بگیرند (سازمان بورس و اوراق بهادار، اساسنامهٔ نمونه: شرایط تغییر مدیر).

چالش اصلی در «فرآیند عملیاتی انتقال» است؛ انتقال داده‌ها، دسترسی‌های نرم‌افزاری و اسناد بایگانی‌شده به مدیر جدید باید بدون وقفه انجام شود و مقاومت مدیر عزل‌شده در تحویل مدارک می‌تواند به صندوق آسیب بزند. تدوین پروتکل‌های اجرایی دقیق برای «دورهٔ گذار» مدیریت، یکی از الزامات انطباق کامل با توصیه‌های آیسکو برای حفظ ثبات بازار است (IOSCO, 1994؛ محمدیان، ۱۳۹۵: ۹۰).

نتیجه‌گیری

بررسی تطبیقی قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران با اصول ۳۸گانهٔ آیسکو، به‌ویژه اصول اختصاصی مربوط به طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی (سند «اصول تنظیم‌گری طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی» و گزارش‌های تکمیلی آن)، نشان می‌دهد که زیرساخت‌های قانونی در ایران تا حد قابل قبولی توسعه یافته است. قانون بازار اوراق بهادار و دستورالعمل‌های اجرایی سازمان بورس، مفاهیمی چون تفکیک شخصیت حقوقی، لزوم مجوزدهی، تأیید صلاحیت حرفه‌ای و شفافیت اطلاعاتی را پوشش می‌دهند.

با این حال، در حوزهٔ اجرا و برخی ساختارهای بنیادین، شکاف‌هایی وجود دارد. مهم‌ترین چالش، وابستگی ساختاری مقام ناظر به دولت است که استقلال عملیاتی مورد نظر آیسکو را مخدوش می‌کند. همچنین، فقدان نهاد تخصصی «نگهدارنده» (به معنای بانکی و جهانی آن) و جایگزینی آن با رکن «متولی»، اگرچه کارکردهای مشابهی دارد، در حفاظت فیزیکی و تضامین مالی دارایی‌ها استانداردهای کامل جهانی را تأمین نمی‌کند. مدیریت تعارض منافع در بازاری که بازیگران اصلی آن نهادهای شبه‌دولتی و بانکی هستند نیز نیازمند مکانیزم‌های کنترلی دقیق‌تری فراتر از افشای اطلاعات است.

پیشنهادها

۱. اصلاح ساختار شورای عالی بورس: جهت تأمین استقلال مورد نظر آیسکو، پیشنهاد می‌شود ترکیب شورای عالی بورس به‌گونه‌ای اصلاح شود که وزن متخصصان مستقل و بخش خصوصی نسبت به نمایندگان دولت افزایش یابد و ریاست شورا از انحصار وزیر اقتصاد خارج گردد.

۲. ارتقای جایگاه متولی به نهاد نگهدارنده: با اصلاح مقررات، اجازهٔ فعالیت به بانک‌ها برای ارائهٔ خدمات تخصصی نگهداری اوراق و وجوه داده شود تا مسئولیت حفاظت از دارایی‌ها با پشتوانهٔ مالی قوی‌تری همراه گردد.

۳. تقویت مقررات تعارض منافع: تدوین دستورالعمل‌های اختصاصی برای «مدیریت تعارض منافع» که فراتر از افشا، برخی معاملات خاص میان مدیر و شرکت‌های وابسته را ممنوع یا مشروط به تأیید رکن مستقل کند.

۴. تسهیل صدور مجوزها: بازنگری در فرآیندهای بوروکراتیک صدور مجوز تأسیس صندوق‌ها و جایگزینی نظارت‌های پیشینی سخت‌گیرانه با نظارت‌های پسینی و مبتنی بر ریسک.

۵. ساده‌سازی امیدنامه‌ها: الزام مدیران به تهیهٔ سند «اطلاعات کلیدی» به زبان ساده و گرافیکی برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، مطابق با آخرین استانداردهای آیسکو.

منابع و مآخذ

الف) قوانین و مقررات

- مجلس شورای اسلامی. (۱۳۸۴). قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران. تهران.
- مجلس شورای اسلامی. (۱۳۸۸). قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی. تهران.
- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۷). اساسنامهٔ نمونهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری.
- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۰). دستورالعمل تأسیس و فعالیت شرکت‌های سبدگردان.

ب) منابع فارسی

۱. احمدزاده، عزیز. (۱۳۹۳). تجزیه و تحلیل نقش زیرساخت‌های قانونی و مقررات تنظیمی بر کارایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران. رسالهٔ دکتری، دانشکدهٔ مدیریت و اقتصاد.

۲. باقری، محمود. (۱۳۸۹). حقوق بانکی و مالی: تنظیم‌گری و نظارت. تهران: انتشارات میزان.

۳. پاسبان، محمدرضا. (۱۳۹۴). حقوق شرکت‌های تجاری. تهران: انتشارات سمت.

۴. رحمانی، علی و ابراهیمی، سیدسعید. (۱۳۹۲). نهادهای مالی: بازارها و ابزارها. تهران: انتشارات ترمه.

۵. سلطانی، محمد. (۱۳۹۳). حقوق بازار سرمایه. تهران: انتشارات سمت.

۶. سلیمانی، صدرا. (۱۴۰۲). سازوکارهای نظارت بر شرکت‌های سبدگردان در بازار سرمایه ایران. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.

۷. سلیمانی، مریم. (۱۳۹۴). حدود مداخلهٔ نظارتی نهاد عمومی بر بازار سرمایه. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.

۸. عیسائی تفرشی، محمد. (۱۳۹۱). مباحثی تحلیلی از حقوق شرکت‌های تجاری. تهران: انتشارات دانشگاه تربیت مدرس.

۹. فخاری، حسین و همکاران. (۱۳۹۵). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری. مجلهٔ دانش حسابداری، ۷(۲۵)، ۶۵-۸۸.

۱۰. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۸۵). قواعد عمومی قراردادها (جلد چهارم). تهران: شرکت سهامی انتشار.

۱۱. محمدی، علیرضا. (۱۳۹۶). بررسی ماهیت حقوقی تأمین مالی جمعی و امکان‌سنجی کارکرد آن در حقوق ایران. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد حقوق تجارت بین‌الملل.

۱۲. محمدیان، مرجان. (۱۳۹۵). اصول آیسکو در نظارت بر طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۱۳. محمودی اختیار، حسین. (۱۳۹۶). نحوهٔ نظارت سازمان بورس بر شرکت‌های سهامی عام در قوانین و مقررات بازار سرمایه. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، رشتهٔ حقوق شرکت‌های تجاری.

۱۴. میرزایی، بهنام. (۱۳۹۷). حقوق صندوق‌های سرمایه‌گذاری. تهران: انتشارات بورس.

ج) منابع انگلیسی

1. Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., & Payne, J. (2016). Principles of Financial Regulation. Oxford University Press.
2. Avgouleas, E. (2005). The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis. Oxford University Press.
3. Black, J. (1997). Rules and Regulators. Clarendon Press.
4. Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Regulating the Shadow Banking System. Brookings Papers on Economic Activity, 2010(2), 261–312.
5. Hudson, A. (2013). The Law of Finance. Sweet & Maxwell.
6. IOSCO. (1994). Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum. Madrid: OICV-IOSCO.
7. IOSCO. (2013). Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes. Final Report. Madrid: OICV-IOSCO.
8. IOSCO. (2013). Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Final Report. Madrid: OICV-IOSCO.
9. IOSCO. (2017). Objectives and Principles of Securities Regulation. Madrid: OICV-IOSCO.
10. Moloney, N. (2014). EU Securities and Financial Markets Regulation. Oxford University Press.
11. Scott, H. S. (2010). International Finance: Transactions, Policy, and Regulation. Foundation Press.
12. Veil, R. (2013). European Capital Markets Law. Hart Publishing.

A Comparative Study of Iran's Capital Market Regulatory Framework and IOSCO Principles Regarding Collective Investment Schemes (CIS)

Abstract

Capital markets, as one of the principal pillars of the economy, require effective regulatory mechanisms to foster public confidence. In this context, collective investment schemes, as a means of professional asset management, play a significant role in channeling retail liquidity toward productive economic activities. The primary objective of this study is to assess the extent to which the laws and regulations governing Iran's capital market—particularly the Securities Market Act of 2005 and the Act on the Development of New Financial Instruments and Institutions of 2009—are aligned with the principles and standards established by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). The principal benchmarks for comparison include, in addition to the Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO's Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and relevant supplementary reports. This study adopts a descriptive-analytical methodology with a comparative approach. The findings indicate that, although the Iranian legislator has sought to incorporate modern financial regulatory frameworks into the legal structure governing investment funds, significant challenges remain with respect to several fundamental IOSCO principles. These challenges include, inter alia, the lack of full independence of the regulatory authority from the executive branch, the absence of sufficiently clear and comprehensive segregation of assets by the custodian, and shortcomings in the effective management of conflicts of interest within large financial groups. Addressing these deficiencies requires legislative and regulatory reforms aimed at strengthening investor protection, enhancing regulatory independence, and ensuring greater transparency and integrity in the capital market.

Keywords: Collective Investment Schemes; IOSCO Principles; Capital Market Regulation; Iranian Capital Market; Investment Funds.