

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

راهبردهای حقوقی نهاد ناظر در رویارویی با فعالیتهای نهادهای خارجی در

بازار سرمایه

حسین فیهی - امیر حسین حقیقی

راهبردهای حقوقی نهاد ناظر در رویارویی با فعالیتهای نهادهای خارجی در

بازار سرمایه

مؤلف: حسین فهیمی^۱ - امیرحسین حقیقی^۲

چکیده:

بین‌المللی شدن بازار سرمایه، مستلزم حضور نهادهای مالی، واسطه‌ها و ناشرین خارجی در بازارهای داخلی است. از سویی دیگر حقوق بورس و اوراق بهادار به عنوان جلوه‌ای بدیع از مداخله غیرمستقیم حاکمیتی، به صورت سرزمینی تدوین، تفسیر و اجرا می‌شود. اینجاست که نوآوری‌های حقوقی به کارآمده و با رعایت اهداف تنظیمی و نظارتی و صیانت از چارچوب کلی بازار و حقوق سرمایه‌گذاران، زمینه‌های شناسایی‌های یک، دو یا چندجانبه الزامات را به کشورهای مختلف پیشنهاد می‌دارند. در این نوشتار به دنبال آنیم که با توجه به لزوم آغاز بین‌المللی شدن در بازار سرمایه ایران، با تبیین سه راهبرد حقوقی؛ رفتار ملی، شناسایی و پاسپورتینگ (سطح اعلا ی یکپارچگی و ادغام بازارهای مالی)، مسیر نظری را جهت امکان فعالیت نهادهای مالی خارجی تبیین نماییم.

واژگان کلیدی: جنبه‌های حقوقی بین‌المللی شدن بورس، اصل رفتار ملی، شناسایی، پاسپورتینگ

^۱ h.fahimi@seo.ir

^۲ haghghi.a@seo.ir

مقدمه

به طور کلی نهادهای مالی به دو گروه سرمایه محور و خدمات محور تقسیم می شوند. گروه اول از طریق تجهیز منابع به صورت تخصصی و با استفاده از مدیران حرفه ای به سرمایه گذاری در بازارهای مالی اقدام می نماید و گروه دوم خدمات مالی نوعا تخصصی و پیچیده را در اختیار فعالان بازار قرار می دهند. هدف از این نوشتار تبیین امکان فعالیت نهادهای مالی گروه دوم در بازار ایران است.

به طور عمده، سه شیوه در رویارویی با نهادهای مالی خارجی از سوی نهادهای مقررات گذار، اتخاذ گردیده است؛ رفتار ملی - شناسایی - پاسپورتینگ. بر اساس گزارش های منتشره شده از سوی آیسکو و همچنین نتایج تبادل نظر با متخصصان سایر کشورها چنین می توان گفت که اغلب بازارهای توسعه یافته، نهادهای مالی خارجی را مجبور به اخذ مجوزها و ثبت نزد مرجع ملی می کنند. نکته دیگر که در توصیه های آیسکو برای بازارهای در حال ظهور، مهم می باشد این است که بازارهای مزبور می باید حداکثر صلاحیت های مقررات گذاری خود را بر نهادهای مالی خارجی اعمال کنند تا بتوانند ریسک تقلب و همچنین احتمال دست کاری بازار را به حداقل برسانند. در برخی از کشورها مانند ایالات متحده، نهادهای مالی در صورتی که تنها به ارائه خدمات به مشتریان نهادی خود بپردازند، الزامی به ثبت نخواهند داشت (که البته با توجه به مشکلات فراوان کشورهای در حال ظهور در بازار سرمایه، به خصوص فقدان استانداردهای افشا و چارچوب مناسب حقوقی، این اقدام مناسب نخواهد بود). البته شیوه هایی همچون شناسایی و پاسپورتینگ نیز، همان طور که خواهد آمد مورد استفاده کشورهای مختلف قرار می گیرند ولی می توان گفت که در اغلب حوزه های قانونی، نهاد واسط خارجی تحت نظام مقررات گذاری مشابه با نهادهای ملی و محلی قرار می گیرد.³

در ذیل به سه راهبرد مذکور خواهیم پرداخت ولی خواننده می باید به طور پیوسته سه دغدغه مهم را مدنظر قرار بدهد. اول؛ تعیین نوع محصولات و خدماتی که موضوع ترتیبات حقوقی همکاری فرامرزی می باشد. (بنا بر دسترسی به بازار عمده یا خرد) (سطح بالقوه تأثیر در ثبات بازار) (آثار موضوع ترتیبات؛ به طور مثال پایاپای مؤثر در ثبات بازار و عرضه عمومی مؤثر در حمایت از مصرف کننده) (اثرات بر ریسک سیستماتیک)

دوم؛ دسترسی به اطلاعات و اسناد خارجی قوانین و مقررات حفظ اطلاعات، اسرار شخصی و تعهدات و الزامات محرمانگی

سوم؛ کار آیی و قدرت نظام مقررات گذاری خارجی مشکلات ارزیابی و بررسی های مرتبط

³ Report on cross-border activities of market intermediaries in emerging markets, 2005, IOSCO Emerging committee

رفتار ملی^۴

برخی از کشورهای توسعه‌یافته و در حال ظهور منطقه آسیای جنوب شرقی و آفریقا، تمامی فعالان بازار سرمایه را ملزم به اخذ مجوز پیش از مبادرت به کسب‌وکارهای تحت انتظام کرده‌اند. به‌طور مثال در هنگ‌کنگ نیز اصل بر این است که تمامی شرکت‌ها برای فعالیت‌های تحت انتظام و متشکل می‌بایست، مجوز مربوط را کسب نمایند، که در حال حاضر ۱۰ مورد از این دست فعالیت‌ها در ماده ۵۷۱ فرمان اوراق بهادار و آتی‌ها در تعریف فعالیت‌های متشکل و تحت نظارت هنگ‌کنگ ذکر گردیده است:

۱. معامله‌گری اوراق بهادار
۲. معامله‌گری قراردادهای آتی
۳. معاملات اهرمی ارز خارجی
۴. مشاوره در مورد اوراق بهادار
۵. مشاوره در مورد قراردادهای آتی
۶. مشاوره در مورد تأمین مالی شرکتی
۷. ارائه خدمات معاملات اتوماتیک
۸. تأمین مالی وجه‌الضمان اوراق بهادار
۹. مدیریت دارایی
۱۰. ارائه خدمات اعتبار سنجی^۵

اصلی‌ترین اهداف تنظیمی برای رفتار ملی را می‌توان شامل چنین مواردی دانست؛

- ایجاد سطحی از فضای رقابتی که تمامی مشارکت‌کنندگان اساساً، تحت تحمیل رفتارهای یکسان و غیر تبعیض‌آمیزی باشند.
- ارتقای شفافیت، قابل پیش‌بینی بودن و کارایی در نظارت فعالیت‌های فرامرزی اوراق بهادار از منظر ناظر بازار، مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران.
- برقراری سطح بالایی از حمایت از سرمایه‌گذار و یکپارچگی بازار و کاهش ریسک سیستماتیک از طریق تضمین این مطلب که تمامی نهادها و فعالیت‌هایشان در یک بازار خاص، تحت نظارت مستقیم مساوی و برابری ناظر بازار مزبور هستند.
- افزایش جریان نقدی و دسترسی به بازار داخلی.

^۴ National treatment

^۵ <http://www.hkii.hk/eng/hk/legis/ord/571/sch5.html>

یکی از موارد استثنا در اصل رفتار ملی، معافیت به نهادهای خارجی در صورتی که است که به منافع عمومی و کلیت بازار ضرری وارد نگردد، اعطا می‌شود مثلاً برخی معافیت‌های مشروط، در مورد ثبت کارگزار- معامله گران در برخی کشورهای آسیایی، برخی استان‌های کانادا و ایالات متحده آمریکا از این دست می‌باشد. بر اساس مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا مستند به مقررات 15a-6 مبتنی بر قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴، معافیت‌هایی به طور مشروط بر کارگزار معامله گران اعمال خواهد گردید، که شامل موارد ذیل خواهد شد: ۱. تأثیرگذاری بر "نماینده‌گی" معاملات اوراق بهادار ۲. ارائه گزارش‌های تحقیقی به برخی از سرمایه‌گذاران نهادی ایالات متحده و تأثیر بر معاملات در گزارش‌های مربوط ۳. نمایندگی و مؤثر واقع شدن در معاملات با، یا برای سرمایه‌گذاران نهادی، به واسطه فعالیت کارگزار معامله گر ثبت شده به عنوان نهاد واسطه. ۴. نمایندگی و اثرگذاری در معاملات، به طور مستقیم، یا برای کارگزار معامله گران ثبت شده، بانک‌ها، شهروندان غیر آمریکایی که به طور موقت در ایالات متحده هستند و برخی از اشخاص خاص.

البته در راهبرد رفتار ملی نیز بنا به اقتضائات، فعالیت نهادهای مالی خارجی برخی معافیت‌ها نیز به ایشان اعطا می‌شود، که در اینجا باید اهداف تنظیمی و حمایت از سرمایه‌گذار مخدوش نشوند. به طور مثال باوجود اینکه ناشرین خارجی، برای عرضه عمومی در ایالات متحده لازم است تا مانند ناشرین داخلی اقدام به ثبت و ارائه افشا نمایند ولی با ملاحظات، استاندارد افشای بین‌المللی فرامرزی معرفی شده آیسکو نیز کافی خواهد بود. نتیجه آنکه باوجود این مطلب که ناشرین داخلی ایالات متحده، بر اساس اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری^۶ در ارائه اطلاعات فعالیت دارند، ولی می‌توانند بر اساس استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی^۷ که از سوی هیئت بین‌المللی گزارشگری مالی منتشر شده است نیز عمل کنند.

در راهبرد رفتار ملی، الزامات و استانداردهای قلمروها و کشورهای خارجی، برای ناظر بازار داخلی و ملی اهمیت کمی داشته، درحالی که در راهبرد شناسایی دوجانبه یا چندجانبه، الزامات کشورهای خارجی برای هریک از مقررات گذاران داخلی اهمیت دارد.

همچنین در راهبرد رفتار ملی، نیازی به ارزیابی مداوم رفتار طرف مقابل برای به‌روزرسانی عملیات دوجانبه نیست و از این حیث رفتار ملی قابلیت اجرایی آسان‌تری را نسبت به شناسایی دارد.

یکی از مهم‌ترین دستاوردهای سازمان آیسکو، نیل به تفاهم چندجانبه در مورد همکاری اجرایی (Enforcement cooperation) می‌باشد که البته می‌تواند با تفاهم‌نامه‌های دوجانبه نظارتی^۸ نیز حاصل گردد. در اینجا این مفهوم را با توجه به راهبرد رفتار ملی در ضمن مثال توضیح می‌دهیم؛

کمیسیون معاملات آتی‌های کالایی، قبل از تائید تقاضا از سوی طرف مرکزی معامله (CCP) که در خارج از ایالات متحده تشکیل شده بود برای عملیات ثبت به عنوان سازمان تسویه مشتقات، اقدام به انعقاد یک تفاهم‌نامه و ترتیبات مشابه آن با مقررات گذاران خارجی نمود. جهت اینکه طرف معامله به عنوان یک سازمان تسویه مشتقات، ثبت شود،

^۶ GAAP

^۷ IFRS

^۸ Bilateral supervisory memorandum of understanding

تفاهم‌نامه می‌بایست میان کمیسیون معاملات آتی‌های کالایی و مقررات گذار خارجی، با رضایت طرف خارجی برای به اشتراک گذاشتن و همکاری در مورد اطلاعات با کمیسیون معاملات آتی‌های کالایی مبنی بر نظارت طرف مرکزی معاملات، اجرایی شود. مذاکرات ترتیبات نظارتی، می‌تواند یک فرصت مناسب برای توسعه همکاری نزدیک میان مقررات گذاران و همچنین بروز مسائل بالقوه در مورد همکاری و تشریک اطلاعاتی را نشان دهد.

می‌توان نتیجه گرفت که از دو جنبه، چالش‌هایی می‌تواند در رابطه میان مقررات گذاران ایجاد شود: اول محدودیت‌های قانونی در قلمروهای خارجی در مورد دسترسی به پرونده‌ها و ارتباط مستقیم با نهادهای خارجی و دوم تعارض با حقوق محلی قلمروی خارجی در مورد بازجویی مستقیم از سوی نهاد خارجی، که می‌بایست در مورد این دو موضوع به‌طور مشترک، طرفین مبادلات فرامرزی، به راه‌حل مناسبی در ترتیبات دوجانبه خود برسند.

شناسایی

شناسایی^۹، در اینجا به معنای ابزاری است که مقررات گذار میزبان، رژیم تنظیم گری و نظارتی خارجی را شناسایی کرده و به آن ترتیب اثر می‌دهد. البته نوع شناسایی می‌تواند یک‌طرفه^{۱۰} و یا چند طرفه (دوطرفه)^{۱۱} باشد. بر اساس شناسایی یک‌جانبه، اقدامات فرامرزی، شامل نهادهای واسطه، ناشرین اوراق، محصولات سرمایه‌گذاری، بورس‌ها و بازارهای اوراق بهادار و زیرساخت‌های مالی بازار که از سوی حوزه قانونی شناسایی شده، می‌تواند به صورت معین (که این ترتیبات در موافقت همکاری مقررات گذاری گنجانده می‌شوند) صورت‌پذیرند. در مورد شناسایی دوجانبه، طرفین بر شناسایی مقررات، از سوی همدیگر توافق کرده و هریک اقدامات منطبق بر حوزه دیگر را در قلمروی خویش، مجاز خواهد دانست. یکی از مشکلات در این مورد این است که با توجه به استقلال تنظیم‌گر بازار مالی از نهاد دولت در کشورها، برخی اوقات قانون اجازه اتکا به مقررات گذار خارجی را به نهاد ناظر نمی‌دهد. البته از سویی دیگر در صورتی که مقررات گذاران بتوانند به صورت آزادانه به انعقاد موافقت‌نامه‌های دوجانبه یا یک‌جانبه، بپردازند، اغلب تمایل به انعقاد ترتیبات دوجانبه دارند، زیرا با اتکای دوطرفه به عبارتی تعادل میان انگیزه‌ها در ترتیبات مزبور، می‌تواند بیشتر حاصل شود.

نمونه‌ای از شناسایی یک‌جانبه، در مورد طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی، در کشور سنگاپور است، نهادهای سرمایه‌گذاری جمعی خارجی، که بخواهند اقدام به عرضه واحدهای خود نمایند، می‌باید از سوی نهاد مقررات گذار، شناسایی شود. مقام ناظر مالی در سنگاپور^{۱۲} نیز تنها در صورتی این حمایت را به عمل می‌آورد که قلمروی قانونی خارجی، بتواند حداقل حمایت‌هایی معادل و هم‌تراز مقررات سنگاپور را برای سرمایه‌گذاران، فراهم آورد. البته مقام ناظر سنگاپور پیش‌تر، امکان تبادل اطلاعات برای بررسی‌ها و بازرسی‌ها را مورد توجه قرار می‌دهد.

البته می‌توان طرح‌های شناسایی دو یا چند-جانبه را مقدمه‌ای برای ادغام بورس‌ها، دانست. نمونه بارز از این مورد «بازار یکپارچه امریکای لاتین»- MILA^{۱۳} می‌باشد که می‌توان از آن به عنوان ادغامی مجازی^{۱۴} میان بازارها سهام شیلی، کلمبیا، مکزیک و پرو یاد کرد. بدین نحو است که سرمایه‌گذاران در سرتاسر کشورهای عضو MILA، می‌توانند از طریق کارگزاران ثبت‌شده به پلت فرم مشترک معاملات، برای خریدوفروش در هر یک از چهار بورس، دسترسی داشته باشند. بر اساس موافقت‌نامه تأسیس MILA بود که به عبارتی زمینه‌های این ادغام چیده شد و ناشرین و نهادهای مالی قادر به انجام فعالیت در هر کدام از چهار قلمروی متعاهد تنها بر اساس مقررات سرزمینی اولیه خود شدند.

نهادهای ناظر موافقت‌نامه MILA یک تفاهم‌نامه چندجانبه‌ای را امضا کردند که در مورد نظارت اولیه برای فعالیت و هم نظارت مداوم، تبادل اطلاعات میان بورس‌ها را مدنظر قرار داده است. این موافقت‌نامه همچنین، مبنایی را برای

⁹ Recognition

¹⁰ Unilateral

¹¹ Mutual

¹² MAS

¹³ <http://www.mercadomila.com/>

¹⁴ Virtual

کمیته نظارتی منطقه‌ای، متشکل از نمایندگان هر ناظر بازار، ترتیب می‌دهد، تا بتوانند بازار MILA را رصد کرده و اقدامات نظارتی و اجرایی مقتضی را به عمل آورند.^{۱۵}

¹⁵ <http://www.mercadomila.com/QuienesSomos>

اهداف ترتیبات شناسایی

اصلی ترین اهداف در شناسایی دو یا چندجانبه عبارت است از:

- ارتقای جریان سرمایه و دسترسی به بازار داخلی به وسیله کاهش در مقررات گذاری مضاعف و موانع ورود به بازار
- بین المللی ساختن بازار داخلی با تشویق و جذاب ساختن برای سرمایه گذار خارجی، دسترسی به طیف وسیعی از محصولات، زیرساخت ها و خدمات مالی و افزایش نوآوری و رقابت در بخش مالی
- تضمین در حمایت مناسب از سرمایه گذار، یکپارچگی بازارها و کاهش ریسک سیستماتیک و آربیتراژ تنظیمی – مقرراتی در سایه افزایش خدمات، محصولات و زیرساخت های مالی خارجی
- ارتقای همکاری و همبستگی با قلمروی قانونی خارجی شناسایی شده، در نظارت و بازبینی مداوم برندهای مالی که تحت نظارت دو قلمروی منفک هستند.

البته هریک از موارد بالا در نظر مقررات گذاران، از اهمیت یکسانی برخوردار نیستند و برای طراحی یا اجرای ترتیبات شناسایی یک جانبه یا دوجانبه، می بایست اهمیت هریک از اهداف شناسایی را با توجه به اوضاع و احوال و شرایط مطلوب، تحلیل کرد. به طور کلی دو مورد اولیه برای گشودن دروازه های بازار داخلی و دو مورد اخیر برای حمایت هرچه بیشتر از سرمایه گذاران اهمیت دارند.

استرالیا و نیوزلند در سال ۲۰۰۸ اقدام به انعقاد موافقت نامه دوجانبه شناسایی با یکدیگر کردند. بدین نحو که ناشری که در یکی از کشورها، اقدام به عرضه محصولات مالی می کرد، می توانست تنها با انتشار یک اعلامیه افشای اطلاعات و تنها با رعایت مقررات قلمروی خودش، در کشور دیگر نیز به عرضه عمومی پردازد. این ترتیبات منجر به وضعیت "انطباق جایگزین" می شد که هریک از ناظرین بازار به انطباق طرف دیگر متکی می باشد. نتیجه این بود که از ۳۰ ژوئن ۲۰۰۸ تا ۱۲ نوامبر ۲۰۱۳، از سوی ناشرین نیوزلندی ۸۰ عرضه در استرالیا و از سوی ناشرین استرالیایی ۱۰۳۵ عرضه در نیوزلند، صورت پذیرفتند، که به عبارتی یکپارچگی مالی میان دو نظام حقوق بازار سرمایه را حاصل می کرد.

اصلی ترین نتایج حاصل از این همکاری دوجانبه بر اساس گزارش ارائه شده از دو مقام ناظر مزبور عبارت بودند از:

۱. کاهش هزینه های شرکت ها، به لحاظ حقوقی و دفتری در حدود ۵۵٪ تا ۹۵٪
۲. تسریع در پرونده های تأیید مقررات گذاری برای دسترسی سریع به بازار دیگر^{۱۶}

^{۱۶} برای مطالعه بیشتر در مورد ترتیبات شناسایی نیوزلند - استرالیا مراجعه کنید به: <http://www.asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-190-offering-securities-in-new-zealand-and-australia-under-mutual-recognition/>

تحلیل و بررسی موازی نظام‌های حقوقی بازار سرمایه

یکی از موضوعات مهم برای ناظر داخلی، تعیین این مطلب است که آیا فعالیت یا نهاد فرامرزی که تحت شمول شناسایی یک‌جانبه یا دوجانبه قرار دارد را تحت بررسی پیشین قرار دهند و یا به عبارت دیگر بر ارزیابی‌ها و بررسی‌های ناظر دیگر، متکی باشد یا خیر.

بسیاری از مقررات گذاران، به دنبال این هستند تا ارزیابی کنند که تا چه میزانی رژیم مقررات گذاری خارجی به اهداف مقتضی نائل گشته (اهداف تنظیمی - تطبیقی) و این نتایج تا چه میزان به مواردی که در داخل اهمیت دارند، مشابه می‌باشد (مقایسه دوجانبه نظام مقررات گذاری‌ها و اجرای آن‌ها). ارزیابی و شناسایی یک‌جانبه در مورد اعطای مجوز به ارائه‌دهندگان خدمات مالی خارجی، از سوی مقام ناظر استرالیا (ASIC) نیز سابقه دارد. بدین نحو که ASIC به اشخاصی که تنها تمایل به عرضه عمده محصولات مالی در استرالیا داشته باشند به صورت مشروط، مجوز اعطا می‌کند. شرط پذیرش نیز این است که اولاً نهاد مالی تحت نظارت در قلمروی خودش باشد و نظام حقوقی و مقررات گذاری مزبور نیز به عنوان معادل با نظام استرالیا ارزیابی شود. در این ارزیابی به الزامات اعطای مجوز، تعهدات نهاد مالی در قلمروی مزبور و نحوه نظارت و کنترل و همچنین نظام اجرایی مربوط، نیز توجه می‌شود. از آنجایی هم که نهاد مالی تنها امکان عرضه عمده را خواهد داشت، ASIC تنها اقدام به ارزیابی مقام ناظر کشور دیگر و امکان سنجی یکپارچگی الزامات و بررسی ریسک سیستماتیک، می‌کند (در این مورد تنها سیاست‌های کلی مدنظر خواهند بود و حمایت از سرمایه‌گذار، از سوی ASIC تعقیب نخواهد شد). شرط دیگر پذیرش نیز وجود همکاری دوجانبه تشریک اطلاعات میان ناظرین بازار است. ناشر و ارائه‌دهنده محصولات می‌باید، صلاحیت غیرانحصاری دادگاه‌های استرالیا را در آیین رسیدگی و تطبیق را موردپذیرش قرار دهد و اقدامات اجرایی را برای افشای اطلاعات انجام دهد. از این ترتیبات ۶۳۸ ارائه‌دهنده محصولات مالی استفاده کردند که از قلمروهایی مانند آلمان، هنگ‌کنگ، سنگاپور، انگلستان و ایالات متحده بودند.

ارزیابی را می‌توان عمده چالش در ترتیبات شناسایی دانست. در موارد شناسایی یک‌جانبه، این مرحله به محض دریافت تقاضا و در مورد شناسایی دوجانبه با شروع مذاکرات طرفین، آغاز خواهد شد. البته با توجه به تغییرات و توسعه مداوم نظام‌های حقوقی و مقررات گذاری، به عبارتی این ارزیابی‌ها می‌بایست به طور پیوسته‌ای صورت‌پذیرند و به عنوان یک فعالیت دائمی در ترتیبات همکاری بازارهای سرمایه، مدنظر قرار گیرند.

ارزیابی از چهار مرحله عمده تشکیل شده است:

- شناسایی نتایج و آثار تنظیمی
- اتخاذ اقدامات مربوط به آثار تنظیمی
- جمع‌آوری اطلاعات
- ارزیابی و بررسی نهایی

در مرحله اول، ناظر بازار می‌بایست اهداف و آثار مقررات گذاری را به ترتیب اولویت مورد بازشناسی قرار دهد. اصلی‌ترین موارد که از سوی مقررات گذاران مختلف مورد شناسایی واقع شده چنین می‌باشند: حمایت از سرمایه‌گذار داخلی، برقرار

شدن یکپارچگی بازار محلی، کاهش آربیتراژ تنظیمی - مقررات گذاری - کاهش ریسک سیستماتیک، جرم، تخلف از نظام مالی داخلی و در نهایت کار آیی در مورد مقررات پول شویی و تأمین مالی تروریسم.

در مرحله بعدی مقررات گذاری به دنبال اقداماتی متناسب با اهداف و آثار مقررات گذاری خواهد بود؛ که می توان این اقدامات را در هشت دسته کلی طبقه بندی کرد:

(۱) تحلیل کلی مقررات اوراق بهادار، قوانین، الزامات و استانداردها: در اینجا به دنبال شفافیت و تبیین نظام مقررات گذاری خارجی خواهیم بود تا بتوان یک تصویر کلی را از آن در نظر آوریم. موارد مهم در اینجا نظام قانونی، نظام اجرایی - اداری و همچنین نحوه تخصیص قوا و اختیارات و مسئولیت های محوله می باشد. نکته قابل توجه تعیین میزان استقلال ارکان و نهادهای بازار و تأثیر نهادهای دیگر (مانند دولت یا وزارت اقتصاد) به شکل کنترلی یا مشورتی خواهد بود.

(۲) بررسی دقیق مقررات، قوانین، الزامات و استانداردهای مکتوب یا اجرایی نظام مقررات گذاری خارجی در مورد فعالیت های فرامرزی که می بایست در ترتیبات شناسایی، موردنظر باشند. در اینجا نیز به جامعیت مقررات مزبور و درجه و سطح آن ها، از سوی ناظر بازار داخلی پرداخته خواهد شد. مثلاً نحوه ثبت، اعطای مجوز و تعهدات نهاد مالی خارجی در بازار سرمایه مزبور را در این مرحله مورد مذاقه قرار خواهند داد.

(۳) میزان حمایت از سرمایه گذاران در قلمروی قانونی خارجی: تعیین میزان حمایت از سرمایه گذار خارجی به عنوان حفاظی که می تواند مورد استفاده داخلی هم واقع شود، در این مرحله مطرح می باشد. در این مرحله به طور خاص به میزان افشای اطلاعات و شیوه های ممکن حل و فصل اختلاف نیز پرداخته می شود.

(۴) قابلیت اجرای صلاحیت های قلمروی خارجی: در اینجا به دنبال تبیین قدرت و ابزارهای بازپرسی، تفتیش و اجرا از سوی مقررات گذار خارجی می باشیم. مقررات گذار داخلی، در اینجا به دنبال این است که مقررات گذار خارجی، منابع و قدرت کافی را برای اعمال و انطباق مقررات خواهد داشت یا خیر.

(۵) سطح نظارت در قلمروی قانونی خارجی: این اقدامات اطلاعاتی را درباره ماهیت، جامع بودن، شمولیت و گستره نظارت مقررات گذار خارجی بر نهادهای و فعالیت های خارجی، را فراهم می آورد. به طور مثال مقررات گذار داخلی، این مسئله که آیا تیم خاصی برای رصد فعالیت های فرامرزی تعیین شده یا به صورت دوره ای اقدام به بررسی های محلی می کنند را مشخص خواهد کرد.

(۶) چهارچوب قانونی برای اجرای تعاملات و همکاری های بین المللی: تحلیل این مطلب که چارچوب نظام حقوقی خارجی چه امکانی را برای تشریک اطلاعات، همکاری در تفتیش های در محل و فیزیکی و بازرسی ها را فراهم می دارد، امری مهم و معتنا به خواهد بود. در اینجا روابط و تبادلات سابق با مقررات گذاران خارجی از اهمیت فراوانی برخوردار است تا بتواند شاهدهی بر رویه آینده باشند.

(۷) تجزیه و تحلیل از ارزیابی های استاندارد شده نهادهای بین المللی: نتایج ارزیابی های نهادهای بین المللی که از سوی نهادهایی مانند اقدام اجرایی وظیفه مالی^{۱۷}، هیئت ثبات مالی^{۱۸}، صندوق بین المللی پول^{۱۹}، سازمان

¹⁷ FATF

¹⁸ FSB

¹⁹ IMF

بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^{۲۰} و بانک جهانی^{۲۱} از مقررات گذاری در قلمروی موردنظر، ارائه می‌دهند نیز می‌تواند، برای تبیین اقدامات دوجانبه یا یک‌جانبه راهنمای خوبی باشند.

۸) عضویت و وضعیت در سازمان‌های بین‌المللی، جوامع و کنوانسیون‌های منطقه‌ای و گروه‌های دیگر. با تعیین این موارد می‌توان به این مهم اشراف پیدا کرد که آیا نظام مقررات گذاری و حقوقی خارجی برای عضویت در نهادهای بین‌المللی، حائز نظام کارآمد ضد پول‌شویی، ضد تأمین مالی تروریسم بوده و تا چه میزان به حفظ و ایجاد روابط بین‌المللی با سایر مقررات گذاران و همچنین تشریک اطلاعاتی با ایشان، مشتاق و راغب می‌باشد.

در اینجا است که بر اساس برخی مسائل مطرح در بالا، و بر مبنای فلسفه مقررات بورس و اوراق بهادار، مقررات گذار داخلی مواردی را در اولویت قرار می‌دهد. همچنین می‌بایست برای هر یک، وزنی را در تصمیم نهایی قائل شد تا بتوان به‌طور متعادل و با توجه به اهداف مقررات گذاری، وارد جریان بین‌المللی شدن، گردید.

مرحله سوم، جمع‌آوری اطلاعات می‌باشد. اطلاعات مزبور عموماً بر اساس اقدامات صورت گرفته و مطمئن پیشین خواهد بود. به‌طور مثال برنامه ارزیابی بخش مالی^{۲۲} که یک اقدام مشترک از سوی صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی و کشورهای موردبررسی است، به‌طور دوره‌ای اقدام به ارائه ارزیابی‌های بخش ۷ که در بالا نام بردیم، می‌کند. البته مراودات دوجانبه یا چندجانبه نیز در این مرحله قابل‌اتکا خواهند بود.

مرحله آخر، ارزیابی و استفاده از معیار و برنامه

در نهایت با جمع‌آوری مطالب جمع‌آوری شده، مقررات گذاران با وضع معیار، تعیین می‌کنند که تا چه میزان رژیم تنظیمی و نظارتی خارجی منطبق با نتایجی است که انتظار می‌رود.

وضع معیار را در مرحله پایانی ارزیابی می‌توان به دو دسته اصلی تقسیم کرد: معیارهای متضمن استانداردهای بین‌المللی و معیارهای مبتنی بر نیازهای محلی و منطقه‌ای. نتیجه همین مرحله است که بعضاً از سوی مقررات گذاران در وصف مقررات گذاران دیگر به حوزه "معادل"، "به‌طور مناسبی معادل" و "قابل مقایسه" تعبیر می‌شود، تا مشخص کنند آیا می‌توان به الزامات، استانداردها و سازوکارهای اجرایی نظام دیگر، تکیه کرد یا خیر.

²⁰ IOSCO

²¹ World Bank

²² FSAP

ارتباطاتِ پسا- ارزیابی و ارزیابی مجددِ رژیمِ مقررات گذار خارجی

در اغلب موارد، بعد از تعیین چارچوب شناسایی به صورت یک جانبه، دوجانبه یا چندجانبه، مقررات گذاران، در مواردی که به صورت پیوسته‌ای تدبیر می‌شوند، در ارتباط می‌باشند. البته که در ترتیبات شناسایی، مواردی از نحوه اعلان‌ها در مورد فعالیت‌ها به طرف دیگر، تدبیر می‌شوند. لازمه این امر هم ارتباط مداوم میان تنظیم گران کشورهای مزبور می‌باشد. برخی تغییرات در نظام‌های مقررات گذاری و تنظیمی، به اعلان به دیگری نیازمند است. همچنین در برخی موارد نیز ملاقات‌های منظمی میان تنظیم گران بازار برای ایجاد هماهنگی برگزار می‌شود.

این مرادوه دوجانبه البته در نظام شناسایی بازارهای سرمایه امری، مهم و حیاتی خواهند بود.

مواردی مهم در اینجا عبارت‌اند از:

- ساختار مقررات گذاری
 - نظارت بر نهادهای تحت تنظیم گری
 - تعهدات یا الزامات تحمیل شده به این اشخاص
 - نظارت یا مسئولیت قانونی در مورد فعالیت‌های این نهادها در سرزمین و قلمروی داخلی
- این موارد در صورت تغییر می‌توانند تأثیرات معتنا بهی، را بر ترتیبات شناسایی داشته باشند. در نتیجه، آنکه یک به روزرسانی دوره‌ای در مورد ارزیابی‌های مقررات گذاری خارجی، که به صورت مداوم و متکامل با توسعه همراه باشد، لازم خواهد بود.
- برخی از مقررات گذاران، ارزیابی‌ها را هر چهار یا پنج سال صورت می‌دهند، در حالی که برخی به ابلاغ و اعلان‌های طرف دیگر، در مورد تغییرات قانونی و مقررات، همچنین به اطلاعات ارائه شده از مطابقت‌ها با اصول بین‌المللی و استانداردهای بین‌المللی، اتکا می‌کنند.

پاسپورتینگ^{۲۳}

پاسپورتینگ در این حوزه به ابزاری مبتنی بر یک سری قواعد و مقررات مشترک در قلمروهای پوشش داده‌شده ترتیبات مدنظر، اشاره دارد. پاسپورتینگ در مورد محصولات و خدمات مالی به دارندگانی مجوزهای فعالیت‌های تحت نظارت در یک قلمروی قانونی، که عضو ترتیبات پاسپورتینگ می‌باشد، اجازه می‌دهد تا محصولات و خدمات را در تمامی محدوده پوشش پاسپورتینگ، عرضه نماید. لذا در محدوده مزبور، هیچ مجوز دیگری لازم نخواهد بود. البته برای تمامی مقررات گذاران تحت پوشش، فقط و فقط انطباق با مجموعه قوانین متحد، مدنظر خواهد بود. می‌توان به عبارتی تنها نمونه موجود از پاسپورتینگ را در مقیاس اتحادیه اروپا، متجلی دانست.

پاسپورتینگ نیازمند یک همگرایی عظیم و همچنین اجرایی شدن مجموعه‌ای از قوانین در هر حوزه قانونی (که می‌خواهد زیر چتر ترتیبات پاسپورتینگ باشد) می‌باشد. اصلی‌ترین اهدافی که از این ترتیبات مدنظر مقررات گذاران می‌باشد، چنین است:

۱. حصول اطمینان در مورد حمایت از سرمایه‌گذاران به وسیله هماهنگ‌سازی میان استانداردها
۲. تسهیل در دسترسی به بازار، ارتقای رقابت و افزایش جریان وجوه سرمایه‌ای
۳. ارتقای همگرایی در شیوه‌های نظارتی
۴. کاهش ریسک در مورد آربیتراژ مقررات گذاری^{۲۴}
۵. تقویت روابط مقررات گذاران و بهبود شیوه‌های نظارتی و ارتقا نظام همکاری اجرایی (انضباطی) با سایر مقررات گذاران
۶. محافظت در برابر ریسک سیستماتیک در مورد افزایش دسترسی به خدمات، محصولات و زیرساخت‌های خارجی

²³ Passporting

^{۲۴} آربیتراژ مقررات گذاری، مفهومی است که به تازگی در نظام‌های پیشروی حقوقی بازار سرمایه، به صورت جدی دنبال می‌شود. با توجه به مذاکرات و همکاری‌های نگارندگان با سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، کشورهای زیادی در راستای کاهش این وضعیت در حال تلاش مقررات گذاری هستند. در آربیتراژ مقررات گذاری نه به دنبال استفاده از شکاف قیمتی در بازارهای موازی، بلکه فعالان بازار سرمایه به دنبال بهره‌جویی از شکاف مقررات گذاری میان حوزه‌های قانونی مختلف هستند. (تشبیه بازارهای تجاری با محیط قانونی خود بسی جای تأمل خواهد بود!)

پاسپورتینگ در اتحادیه اروپا

پاسپورتینگ تا حد زیادی در مقررات و قوانین اتحادیه اروپا، مدنظر بوده است. اغلب انواع ارائه‌دهندگان خدمات مالی و محصولات مالی از امکانی که پاسپورتینگ داخل در محدوده اتحادیه، فراهم می‌دارد، بهره می‌برند. نمونه‌های در این مورد شامل مقررات گذاری در مورد امید نامه عرضه عمومی اوراق بهادار و پذیرش برای معاملات، مدیریت و بازاریابی در مورد طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی به صورت اوراق قابل عرضه^{۲۵} و صندوق‌های سرمایه‌گذاری جایگزین^{۲۶}، مقررات خدمات سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های طرف‌های معامله مرکزی و سپرده‌گذاری‌های مرکزی اوراق بهادار و در نهایت پلتفرم‌های اجرایی معاملات، هستند.

دستورالعمل یوسیتس^{۲۷} اقدام به تسهیل در فعالیت‌هایی از جمله در بازاریابی فرامرزی صندوق‌هایی که در اوراق بهادار قابل معامله، سرمایه‌گذاری می‌کنند، کرده است. بر این اساس چنین نهادهایی می‌توانند اقدام به عرضه یونیت‌های خود در محیط فرامرزی سرتاسر اتحادیه اروپا، تنها با اطلاع نهاد مقررات گذار صالح ملی خود نمایند. یوسیتس که متضمن پاسپورتینگ می‌باشد، بر اساس نظارت کشور مبدأ و همچنین وجود مقررات متحدالشکل در مورد اعطای مجوز، نظارت، ساختار و فعالیت‌های این نهادها و انتشار اطلاعات مقتضی، اجرایی می‌شود.

دستورالعمل امید نامه^{۲۸} در اتحادیه اروپا، یک پاسپورت واحد برای ناشرین است که ناشر با تنها انتشار یک امید نامه که از سوی مقام صالح کشور مبدأ (که عضو ترتیبات پاسپورتینگ است) در تمامی عرضه‌های عمومی و پذیرش در بازارهای متشکل در اتحادیه اروپا، فعالیت نماید. یکی از اهداف پاسپورتینگ به این شیوه این است که زمینه را برای شرکت‌های مختلف در تمامی اندازه‌ها برای دسترسی به سرمایه، در سرتاسر اتحادیه اروپا به صورت راحت و آسان، فراهم نمایند و از سویی سرمایه‌گذاران نیز، تحت شمول مقررات واحد، در مورد تدوین، تأیید و انتشار امید نامه‌ها به صورت مناسب‌تری حمایت شوند. پروسه پاسپورتینگ مبتنی بر یک رویه و آیین اطلاع‌رسانی از سوی کشور مبدأ به مقام صالح کشور میزبان است که شامل گواهی تأیید امید نامه از سوی مقام ناظر قبلی به مقام ناظر تالی، حسب درخواست ناشر می‌باشد.

مسئولیت اصلی در مورد تأیید امید نامه و همچنین اقدامات، در صورت بی‌قانونی‌ها، متوجه مقام صالح کشور مبدأ می‌باشد. ازما^{۲۹} در اتحادیه اروپا، نقش ارتقای هماهنگی‌ها میان مقررات گذاران دارد. البته ناشرین از کشورهای خارج از اتحادیه اروپا (به عنوان کشور ثالث) نیز می‌توانند به نوعی از این ترتیبات، منتفع باشند. بدین نحو که در مورد عرضه عمومی یا پذیرش در یک بازار متشکل در یکی از کشورهای عضو به جز از کشور مبدأ خود، بتوانند از این ترتیبات استفاده کنند.

^{۲۵} تعهدات سرمایه‌گذاری جمعی در اوراق بهادار قابل معامله UCITS

http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm

^{۲۶} AIF

^{۲۷} UCITS

^{۲۸} http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index_en.htm

^{۲۹} ESMA

بر اساس دستورالعمل بازارهای ابزارهای مالی (میفید)^{۳۰} در اتحادیه اروپا، شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارای مجوز این هستند که از کشور مبدأ خود، تمامی خدمات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در کشورهایی که کسب مجوز کردند، ارائه دهند و یا با تشکیل شعبه فعالیت کنند.

در اتحادیه اروپا، کارآمدی ترتیبات پاسپورتینگ با یک سری قواعد اجرایی ماهوی فراملی، تضمین می‌شود. البته محدودیت‌هایی در مورد اینکه مقررات گذار میزبان، بتواند دسترسی به بازار را محدود سازد یا از دسترسی به آن جلوگیری به عمل آورد، و همچنین در مورد وارد کردن خدشه، در نحوه اعطای مجوز به نهاد مزبور از سوی مقام میزبان، وجود دارد. در گام ابتدایی چنین انتظار می‌رود که مقام ناظر میزبان با مقام ناظر مبدأ ارتباط برقرار کند تا در مورد مطابقت و نظارت بر رفتار نهاد مزبور در بازار مبدأ، اطمینان حاصل شود. در مواردی نیز که مقام ناظر داخلی و خارجی بر نحوه تشریک نظارت‌ها موافقت کنند، مقررات گذار میزبان می‌تواند در صورت تدبیر شدن این مورد در توافقات، به صورت مستقیم عمل نماید. نهایتاً با توجه به مطالبی که آمد می‌توان گفت نحوه حل و فصل اختلاف و نیز ترتیبات همکاری، در شیوه پاسپورتینگ، اهمیت چشم‌گیری دارد.

³⁰ MiFID http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid/index_en.htm

پاسپورتینگ در کانادا

در کانادا اعضای ادارات اوراق بهادار کانادایی، به جز انتاریو، یک سند چندجانبه را به تصویب رساندند که همان کارکرد نظام پاسپورتینگ را برقرار می‌سازد. در عمل نیز این پاسپورتینگ (قانون شماره ۱۰۲-۱۱)^{۳۱} برای یک مشارکت‌کننده بازار زمینه‌ای را فراهم کرده است تا بتواند با رسید امید نامه از برخی معافیت‌ها در استفاده از امید نامه بهره‌بردار و یا تنها با ارتباط با رگولاتور اصلی مرتبط با خود (که یا دفتر اصلی نهاد مالی و ناشر در حوزه قانونی آن مقررات گذار واقع شده یا اینکه بیشترین ارتباط را با آن مقررات گذار دارد)^{۳۲} بتواند از معافیت‌ها، استفاده کند.

برای اجرایی کردن این قانون، استان‌های داخل در این ترتیبات، بر اساس قانون، قدرت ویژه‌ای برای مقررات گذاری دریافت نمودند. نکته کلیدی چارچوب حقوقی نظام پاسپورتینگ کانادا، این بود که الزامات تنظیمی هماهنگ و متحدالشکل ملی، نیز که به صورت همگون تفسیر و اجرا گردد، از سوی همه اتخاذ گردیدند. اگرچه استان انتاریو قانون مزبور را تصویب نکرد ولی در عمل به این نحو رفتار می‌شود که تصمیمات صورت گرفته از سوی کمیسیون اوراق بهادار انتاریو نیز به طور خودکار در سایر استان‌ها و مناطق نیز، اجرایی باشند.

³¹ M 11-102 Canadian Passport System

³² سند چندجانبه ۱۱-۱۰۲ در مورد نظام پاسپورتینگ بازار سرمایه در تاریخ ۱۷ مارس ۲۰۰۸ اجرایی گردید و شامل عناوین تعاریف، امید نامه، معافیت‌های اختیاری، ثبت، تقاضا برای مبدل شدن به سازمان رتبه‌بندی رسمی، تاریخ اجرایی شدن و چهار ضمیمه قانون می‌باشد.

http://www.bclaws.ca/civix/document/id/complete/statreg/58_2008

چالش‌های نظام پاسپورتینگ

- اجرای پاسپورتینگ در خارج از اتحادیه اروپا، دشوار می‌باشد زیرا می‌بایست یک تفاهم و توافق چندجانبه میان تمام اعضا برای همکاری و هماهنگی کشورهای مختلف باشد.
- موافقت‌نامه پاسپورتینگ می‌باید تا حد ممکن برای کشورهای عضو در اجرایی شدن آن، دارای جزییات زیاد باشد.
- در نظام‌های یکپارچه مانند پاسپورتینگ، لازم است تا یک مکانیسم تشریک اطلاعات با سایر مقررات گذاران به‌طور خاص در زمینهٔ نظارت و بازرسی (البته بسته به نوع و گستره ادغام صورت گرفته) مستقر گردد.

نتیجه گیری؛

به نظر می رسد با توجه به وضعیت فعلی ایران و مطالبی که آمد، می توان گفت بهترین راهبرد حقوقی، رفتار ملی با نهادهای خارجی می باشد، که از دو منظر می توان نکاتی را در این راهبرد مد نظر قرارداد:

اول اینکه لازم است در مواردی که با خلا مقررات روبرو هستیم، قبل از اجازه دسترسی به بازار برای اشخاص خارجی ، به تکمیل مقررات پیشین پرداخته و یا اگر نهادهای مالی و واسط داخلی از انجام و اجرای استانداردهای بین المللی مزبور ناتوان هستند (که در برخی موارد چنین است) این استانداردها را در یک دستورالعمل به طور یکپارچه برای نهادهای مالی خارجی، الزامی بداریم.

دوم می توان از ظرفیت اتحادیه ها و همکاری هایی که ایران در آن عضویت دارد مانند گروه کومسک، اکو و کشورهای اسلامی، مقدمات موافقتنامه شناسایی دو یا چندجانبه را با گذر از مراحل ارزیابی نظام مقررات گذاری، که در بالا تبیین شد، فراهم آورد. در مرحله اولیه استفاده از ساختار منعطف و جذاب ابزار مالی اسلامی در دنیا، با هماهنگ سازی و شناسایی متقابل، می تواند گامی مناسب و مطلوب در راستای بین المللی شدن بازار سرمایه ایران، تلقی گردد.

1. http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm
2. http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid/index_en.htm
3. http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index_en.htm
4. <http://www.asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-190-offering-securities-in-new-zealand-and-australia-under-mutual-recognition/>
5. http://www.bclaws.ca/civix/document/id/complete/statreg/58_2008
6. <http://www.hkllii.hk/eng/hk/legis/ord/571/sch5.html>
7. <http://www.mercadomila.com/QuienesSomos>
8. IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation, Report of the Board of IOSCO 2015
9. IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation, Report of the Board of IOSCO -2014
10. Regulation Of Remote Cross-Border Financial Intermediaries, Report of the Technical Committee of IOSCO -2004