



# Analysis of the Nature and Legal Framework of Foreign Sovereign Wealth Funds in Iran's Capital Market with a Look at International Instruments

Jafar Nezamolmolki\*  Mohammad Nezamolmolki<sup>2</sup> 

1. 1- PhD of Private Law, Faculty of Law, University of Qom, Qom, Iran (\*Corresponding Author Email: [jafarnezamolmolki@gmail.com](mailto:jafarnezamolmolki@gmail.com))

2. 2- MA. in in Intellectual Property Rights, Faculty of Law, University of Qom, Qom, Iran

Received: 2025-09-30

Revised : 2025-12-24

Accepted: 2026-01-05

Available Online: 2026-03-01

## How to cite this article:

Nezamolmolki, J., Nezamolmolki, M. (2026). Analysis of the Nature and Legal Framework of Foreign Sovereign Wealth Funds in Iran's Capital Market with a Look at International Instruments. *Encyclopedia of Economic Law Journal*, 32(28): (250-271). (in Persian with English abstract).  
<https://doi.org/10.22067/economlaw.2026.95718.1492>

## 1. INTRODUCTION

Sovereign Wealth Funds (SWFs), as instruments for optimal and productive management of revenues derived from natural resources or national budget surpluses, have become one of the most important investment institutions globally in recent decades. Accordingly, the volume of assets under management of these funds reached approximately 10 trillion and 540 billion dollars by 2023, demonstrating their pivotal role in the global macro-economy. These funds, originating primarily from oil-exporting nations, commodity-rich countries, and economies with substantial trade surpluses, have emerged as significant players in international financial markets, wielding considerable influence over global capital flows and investment patterns. The growing prominence of SWFs reflects a fundamental shift in the architecture of international finance, where state-controlled investment vehicles increasingly compete with traditional private sector institutional investors. Their investment strategies span diverse asset classes, including equities, fixed income securities, real estate, infrastructure projects, and alternative investments, thereby contributing to market liquidity and economic development across multiple jurisdictions.

The nature of these funds, which on the one hand rely on national revenues and are under governmental supervision, and on the other hand employ non-sovereign and commercial investment models, has created inherent ambiguity and complexity in determining their legal nature and framework. This dual character simultaneously embodying sovereign authority and commercial enterprise presents unique challenges for legal classification and regulatory treatment in host jurisdictions.

This ambiguity is intensified in countries such as Iran, which lack specific and transparent regulations regarding the admission of foreign investment by these funds in the capital market. Considering that the major portion of



THIS WORK IS LICENSED UNDER A CREATIVE COMMONS ATTRIBUTION 4.0 INTERNATIONAL LICENSE



these funds' investments (such as the Norwegian model, which allocates 70% of its capital to equities) is concentrated in the area of securities and portfolio investment, attracting these capitals to Iran's capital market is an undeniable and vital matter for the country's economic development.

The first and most important step in facilitating this investment is the precise determination of the legal nature and framework of foreign sovereign wealth funds in Iran's legal system. This matter, in addition to clarifying legal dimensions, contributes to the predictability of substantive capital market law and will lay the groundwork for formulating efficient regulations to attract these investment institutions. The absence of legislative precedent in this area necessitates that all relevant domestic regulations be analyzed and examined, and that international sources and documents, particularly the Santiago Principles and documents of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), which are responsible for the international harmonization process, be utilized.

## 2. PURPOSE

The main objective of the present research is to examine and diagnose the Iranian capital market regulations regarding the legal nature and framework of foreign sovereign wealth funds. Specifically, this research seeks to achieve the following objectives:

1. Providing a comprehensive definition of sovereign wealth funds considering their structural characteristics and macroeconomic objectives, regardless of independence or lack of independence from their home government.
2. Determining the legal nature of sovereign wealth funds in comparison with similar financial institutions (such as investment funds, investment companies, foreign exchange reserves, and pension funds).
3. Analyzing the legal nature of the domestic sovereign wealth fund (National Development Fund) and examining the impact of the legal nature of foreign funds (independent or non-independent from the government) on their legal status in Iran.
4. Examining potential legal frameworks for the presence of foreign sovereign wealth funds in Iran's capital market (as a financial institution or professional investor) and presenting an appropriate legal framework aligned with international documents.

## 3. ETHODOLOGY

The research method is primarily applied. The research approach is based on the analysis and critical review (pathology) of relevant domestic and international regulations and viewpoints, and consequently, the provision of strategic recommendations grounded in practical effects and outcomes. To this end, the library research method was used for data collection, including domestic laws and regulations (Securities Market Law, Law on the Development of New Financial Instruments and Entities, Foreign Investment Promotion and Protection Act), international instruments (Santiago Principles, EU Directives, IOSCO documents), and credible academic and research sources.

## 4. FINDINGS

The findings of the present research indicate that:

1. Sovereign wealth funds possess three fundamental characteristics: capital provision by the government, fund management in line with governmental interests, and playing a role in public and macroeconomic objectives. Accordingly, they should be defined as follows:

"Funds and investment arrangements that directly or indirectly belong to and are under the supervision of their home government, and through investment operations with respect to financial resources provided by said government, within the framework of models or strategies determined by it, in the form of direct or indirect investment, and in domestic or foreign territory, realize the public or macroeconomic objectives intended by that government."

2. Regarding the legal nature of sovereign wealth funds in general, it should be noted that investment funds



are collective investment schemes that collect and raise capital by offering shares or investment units to the public. However, if we wish to consider a sovereign wealth fund as a governmental fund with specific objectives, from the perspective of the nature of its duties and responsibilities, as a financial institution, we must regard it as an exclusive financial institution. Accordingly, the substantial difference between sovereign wealth funds and investment funds and their characterization as exclusive financial institutions must be acknowledged. Also, based on the fact that sovereign wealth funds provide investment services and activities, particularly in portfolio arrangements, in line with the exclusive interests of their home government, and considering other aspects mentioned, they should be considered similar to investment companies in the host country, and not as collective investment in transferable securities. Additionally, considering the style and method of sovereign wealth fund investment, these types of funds have fundamental differences from traditional forms of foreign exchange reserve arrangements and, conversely, are compatible with private wealth management arrangements. Finally, pension funds are different and distinct from sovereign wealth funds in terms of nature and function, and ultimately the main and direct subject matter of the latter is investment operations, which negates their characterization as pension funds.

3. Regarding the nature of the sovereign wealth fund in Iran, namely the National Development Fund, considering the special role of the government in the decision-making pillar as well as the management pillar and its presence in the supervision and audit pillar of the fund and other provisions of Article 16 of the Permanent Provisions of Country Development Programs Act, it must be acknowledged that said fund constitutes a collection of assets belonging to the government and lacks independent legal personality.

Regarding the legal nature of foreign sovereign wealth funds in Iran, based on the silence of the Iranian legislator and in line with the international financial system, the legal nature of said fund should not be considered an effective factor in the investment of foreign sovereign wealth funds in Iran and determining its legal status in our country's legal system, and the application of effects related to the legal independence or non-independence of these funds from their home government should be avoided as much as possible.

4. Regarding the analysis and evaluation of potential legal frameworks for foreign sovereign wealth funds in Iran's capital market, the general concept of financial institutions in paragraph 21 of Article 1 of the Securities Market Act of the Islamic Republic of Iran, as well as the resolution dated 28/6/1386 of the Securities and Exchange Organization Board of Directors, as bases for characterizing foreign sovereign wealth funds as financial institutions, were analyzed and evaluated, and ultimately it became clear that for numerous reasons, this characterization is rejected and impossible in Iran's legal system. On the one hand, the legislative practice in approving the "Development of New Financial Instruments and Institutions Act" after the Securities Exchange Act approved in 1384 and in 1388, as well as Article 2 of said Act and the legal articles referenced therein, namely paragraph 1 of Article 14 of the "Organization and Support of Housing Production and Supply Act" approved in 1387 regarding mutual investment funds, pension funds subject to paragraph 19 of Article 1 of the Securities Market Act, paragraph 20 of said Article regarding investment funds, and finally "other funds that are considered financial institutions pursuant to the regulations of the Securities Market Act of the Islamic Republic of Iran," indicates the exhaustive nature of the instances of financial institutions recognized in the Securities Exchange Act and the latter Act. On the other hand, the provision of Article 28 of the Securities Market Act and consequently the "Directive for Recognition and Registration of Financial Institutions Active in the Securities Market with the Organization" prevents the inclusion of the concept of financial institutions to foreign sovereign wealth funds, because the realization of the intended conditions in said Article 28 as well as Articles 5 and 2 (paragraph 2) of the Directive is not conceivable for foreign sovereign wealth funds, and therefore their registration with the Securities and Exchange Organization, as a condition for activity in the securities market, becomes impossible, unless the investment record at the beginning of the Article and paragraph 2 in the intended form abroad is deemed sufficient, which seems very unlikely.

Finally, regarding investment companies, although at first glance the concept of paragraph 2 of Article 5 of the aforementioned Directive appears to correspond with those foreign sovereign wealth funds that operate in the form of state-owned companies, based on the general requirements applicable to financial institutions as described above, the limitation applies here as well. Here, although according to said Directive, apparently the ground has been prepared for the presence of foreign sovereign wealth funds in specific cases, contrary to said



appearance, the provisions of said Directive in this regard conflict with the registration and licensing requirement stipulated in the explicit provision of Article 28 of the Securities Market Act, Article 2 of the Development of Financial Instruments and Institutions Act, Article 99 of the Fifth Development Plan Act, and Article 36 of the Permanent Provisions of Development Act. Moreover, regardless of the explicit conflict of this exception with the mentioned regulations, foreign sovereign wealth funds will by no means be willing to accept the above requirements for exemption from registration.

5. Regarding the theory of foreign sovereign wealth funds as institutional and professional investors, based on the concept of investor presented by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), the fact that the main subject and function of foreign sovereign wealth funds is investment operations and investment in securities constitutes the major part of said funds' investments, paragraph (ag) of Article 4 of Directive 2011/61/EU and Annex 2 of Directive 2004/39/EC, the characterization of foreign sovereign wealth funds as institutional investors is confirmed and strengthened. Meanwhile, the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), beyond these cases, in defining institutional investors, has explicitly mentioned sovereign wealth funds as one of the instances of this type of investor and has removed any doubt in this regard. It should be noted that the term and description "institutional" in describing professional investors in domestic legal sources and paragraph 27 of Article 1 of the Securities Market Act apparently originates from the translation of the phrase "Institutional Investor" from foreign regulations and sources similar to what was mentioned in the documents of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Here, although the term "Institutional" and the phrase "institutional" in its translation can be considered to refer to the structural, professional, and specialized investment performance of both natural and legal persons, what is certain is that linguistically its indication of merely legal persons is stronger, and terminologically its predominant use in foreign sources is in relation to legal persons; therefore, the use of said term should be avoided and in describing this category of investors, merely using the phrase "professional" should suffice.

## 5. CONCLUSION

In this regard, recommendations have been articulated as follows:

1. Considering that the view of characterizing foreign sovereign wealth funds as professional investors is clearly reflected and supported in relevant international documents, except in the presence of solid reasons or specific mandatory national rules, this characterization should not be disregarded, because departing from this characterization creates a practice inconsistent with said documents, which are responsible for the international harmonization process, and weakens the predictability attribute of investment by these types of funds due to ambiguity in their legal framework. Accordingly, in relevant regulations, on the one hand, foreign sovereign wealth funds should be recognized as professional investors, and on the other hand, the independent or non-independent legal personality of the fund from its home government, as well as the criterion of commercial or sovereign nature of the activity subject, should be deemed to have no effect or distinguishing impact in this characterization. Of course, this matter will have different effects in other respects, which are mentioned below.
2. Based on the fact that foreign sovereign wealth funds are professional investors in the intended sense in our country's legal system, in practice, on the one hand, flexibility in their ability to be present in the capital market and on the other hand, their benefit from protective regulations within desirable limits and aligned with the country's economic and developmental preferences should occur, such that neither their presence as a financial institution depends on going through complex stages and obtaining related licenses in this regard, nor as retail investors do they benefit from special protective privileges such as consumer rights. The middle ground between these two is that sovereign wealth funds are professional investors who benefit from the possibility of investing in Iran's capital market in exchange for a reasonable and moderate degree of protection.
3. Today, financing through attracting foreign capital is one of the vital priorities in the economic development of developing countries. Meanwhile, one of the financing methods is the offering of project-related securities. Considering the governmental nature of sovereign wealth funds, several considerations must be observed for these funds' investment in this area. Obviously, private and governmental investors cannot be subject to identical rules in this regard. Meanwhile, the limitations of Article 2 of the Foreign Investment Promotion and



Protection Act are not efficient in this regard, and as also stated in Article 4 of this Act, establishing independent rules in this area is necessary. However, the provision of Article 4 in this regard itself needs amendment, and alongside the concept of state-owned company, which is based on the independence of the investor's legal personality from its home government, the general term "government-affiliated investment institutions" should also be used. Also in this regard, the distinction between sovereign wealth funds in the position of exercising commercial or sovereign activity should also be considered. Therefore, it is ultimately recommended that the text of Article 4 of the Foreign Investment Promotion and Protection Act be amended as follows:

"Investment by the government itself or foreign governments in the Islamic Republic of Iran is subject to approval by the Islamic Consultative Assembly as the case may be. Notwithstanding this, investments by foreign state-owned companies as well as government-affiliated investment institutions of the government or foreign governments, as long as they are not among sovereign acts, shall be considered private."

**Keywords:** Nature, Legal Framework, Sovereign Wealth Funds, Iran's Capital Market, International Instruments



# واکاوی ماهیت و قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران با نگاهی بر اسناد بین‌المللی

جعفر نظام‌الملکی<sup>۱\*</sup> محمد نظام‌الملکی<sup>۲</sup>

دریافت: ۱۴۰۴-۰۷-۰۸ | بازنگری: ۱۴۰۴-۱۰-۰۳ | پذیرش: ۱۴۰۴-۱۰-۱۵ | انتشار: ۱۴۰۴-۱۲-۱۰

## چکیده

اتکاء صندوق‌های ثروت حاکمیتی بر درآمدهای ملی و نظارت دولت‌ها بر آن‌ها از یک‌سو، و روش‌ها و مدل‌های غیرحاکمیتی سرمایه‌گذاری آن‌ها، از سوی دیگر، موجب گردیده ماهیت و قالب حقوقی این صندوق‌ها دارای ابهام و پیچیدگی باشد. در این میان، با توجه به ماهیت غیرمستقیم سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، ابهامات مرتبط در اینجا، به‌ویژه در کشورهایی همچون ایران، که فاقد مقررات اختصاصی در این زمینه هستند، بیش از سایر حوزه‌های اقتصادی می‌باشد. هدف پژوهش حاضر رفع این ابهامات، به مثابه یکی از مقدمات ضروری سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران، است. بر مبنای نتایج پژوهش تأمین سرمایه توسط دولت، اداره در راستای منافع آن و نقش‌آفرینی در اهداف کلان اقتصادی، صندوق ثروت حاکمیتی را از زمره مؤسسات مالی انحصاری و ترتیبات اداره دارایی خصوصی قرار می‌دهد. بر مبنای آن که صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی سرمایه‌گذار حرفه‌ای می‌باشند، در عمل می‌بایست برای حضور آن‌ها در بازار سرمایه و از منظر بهره‌مندی از مقررات حمایتی، در حدود متناسب با ترجیحات اقتصادی کشور، انعطاف صورت گیرد؛ به گونه‌ای که نه به مثابه نهاد مالی با مراحل پیچیده مواجه باشند و نه به مثابه سرمایه‌گذار خرد از امتیازات خاص بهره‌مند شوند. در ماده ۴ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی می‌بایست به موازات مفهوم «شرکت دولتی» اصطلاح عام «نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به دولت» نیز به‌کار رود و قید «مادامی که از زمره اعمال حاکمیتی نباشد»، به عنوان شرط خصوصی تلقی گردیدن سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها، افزوده شود.

کلیدواژه‌ها: ماهیت، قالب حقوقی، صندوق ثروت حاکمیتی، بازار سرمایه ایران، اسناد بین‌المللی

۱. دانش‌آموخته دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه قم، قم، ایران

\*نویسنده مسئول: Email: jafarnezamolmolki@gmail.com

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حقوق مالکیت فکری، دانشکده حقوق، دانشگاه قم، قم، ایران



## مقدمه

آثار سوء ناشی از درآمدهای نفت و سایر منابع طبیعی و همچنین ضرورت مدیریت و بهینه‌سازی حجم قابل توجه درآمدهای ناشی از این منابع، کشورهای مالک آن‌ها را بر آن داشت تا با ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی، ضمن مدیریت و ساماندهی درآمدهای مذکور، با به‌کارگیری آن‌ها در سرمایه‌گذاری‌های مولد نسبت به ایجاد درآمدهای ثابت و پایدار از محل آن‌ها اقدام نمایند. این چنین ویژگی اصلی این صندوق‌ها اهداف راهبردی آن‌ها در حوزه اقتصاد کلان، از منظر مدیریت و بهره‌وری از منابع طبیعی ملی است. (Rose, 2021: 143 & Andras, 2023: 1354) این ضرورت‌ها و اهداف به همراه حجم چشمگیر منابع در اختیار این نوع صندوق‌ها، آن‌ها را به یکی از مهم‌ترین نهادهای سرمایه‌گذاری خارجی در جهان مبدل نموده است، چنانکه تا سال ۲۰۲۳ مجموع دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها در جهان حدود ۱۰ تریلیون و ۵۴۰ میلیارد دلار بوده است. (Rasheed et al, 2023: 1)

کشورمان از سال ۱۳۷۹ با ایجاد حساب ذخیره ارزی و پس از آن در سال ۱۳۸۹ با ایجاد صندوق توسعه ملی درصدد بهره‌گیری از این قالب اقتصادی و مالی بوده است. (Iran Chamber of Commerce Money and Capital Market Commission, 2018: 14) (Economic Deputy of the Iranian Chamber of Commerce, Industries, Mines and Agriculture, 2019: 29-38) و بخش عمده سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی در حوزه اوراق بهادار است. این چنین در اغلب الگوهای سرمایه‌گذاری اصلی و بخش عمده سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی در حوزه اوراق بهادار است. این چنین در اغلب الگوهای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها، یعنی مدل نروژ، مدل ییل یا وقف، مدل کانادایی، مدل مشارکتی و مدل ترکیبی تأکید و تمرکز بر سرمایه‌گذاری پورتفولیو می‌باشد. (Sharma, 2017: 6-7) برای نمونه، صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ، که در سال‌های مختلف به‌عنوان موفق‌ترین صندوق ثروت حاکمیتی جهان معرفی شده است (Capapé Aguilar, 2021: 78 & Capapé Aguilar, 2023: 64) حدود ۷۰ درصد از سرمایه‌گذاری‌های خود را به سهام اختصاص می‌دهد.<sup>۱</sup>

بر مبنای موارد پیش‌گفته ضرورت جذب سرمایه‌گذاری پورتفولیو این صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران انکارناپذیر است؛ لذا باید نسبت به تأمین الزامات و مقدمات حقوقی و اقتصادی مورد نیاز در این زمینه اقدام نمود. نخستین اقدام در این عرصه تعیین ماهیت و قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در بازار سرمایه ایران می‌باشد، تا بر مبنای آن نقش و جایگاه این صندوق‌ها در بازار مذکور شناسایی و به تبع الزامات و قواعد حقوقی و مالی حاکم بر آن‌ها تعیین و اعمال گردد. بر مبنای نبود سابقه قابل توجه در این زمینه باید تمامی مقررات مرتبط تحلیل و واکاوی شود و با کنار هم نهادن آن‌ها به راهبردی کارآمد در این زمینه دست یافت. همچنین باید از منابع خارجی به‌ویژه اسناد بین‌المللی، که متصدی جریان هماهنگ‌سازی بین‌المللی می‌باشند، بهره برد.

این چنین اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر در تأمین نخستین و البته مهم‌ترین مؤلفه ضروری برای تعیین وضعیت حقوقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران، یعنی ماهیت و قالب حقوقی آن، است؛ امری که علاوه بر تعیین ابعاد و آثار حقوقی مرتبط زمینه‌ساز شفافیت تقنینی و پیش‌بینی‌پذیری حقوق موضوعه بازار سرمایه کشورمان در ارتباط با صندوق‌های مذکور می‌گردد. اقدامی که همسو با سیاست و هدف جذب سرمایه این صندوق‌ها در بازار سرمایه کشورمان می‌باشد. این همه هدف پژوهش حاضر یعنی واکاوی و آسیب‌شناسی مقررات بازار سرمایه در زمینه ماهیت و قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی و ارائه توصیه‌های کارآمد برای اصلاح آن‌ها به منظور زمینه‌سازی جذب سرمایه‌گذاری خارجی این نوع صندوق‌ها در بازار مذکور را نیز آشکار می‌نماید. چپستی مفهوم و ویژگی‌های صندوق ثروت حاکمیتی به منظور دستیابی به تعریفی جامع در این زمینه، چپستی ماهیت حقوقی صندوق‌های مذکور به‌طور کلی و در مقایسه با نهادهای مالی مشابه، چپستی ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در ایران با لحاظ آثار آن، و در نهایت قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران سؤالاتی است که مقاله حاضر درصدد پاسخ به آن می‌باشد. فرضیه نویسنده در زمینه تعریف صندوق ضرورت پذیرش تعریف عام، صرف نظر از استقلال یا عدم استقلال صندوق از دولت متبوع خویش، و صرف نظر از نوع سرمایه‌گذاری و حتی قلمرو داخلی یا خارجی سرمایه‌گذاری، می‌باشد. ضرورت در زمینه تعیین ماهیت حقوقی صندوق به‌طور کلی به مثابه یک مؤسسه مالی انحصاری و ترتیبات اداره دارایی خصوصی با

۱. در این زمینه به آدرس‌های اینترنتی ذیل واقع در سایت صندوق مذکور مراجعه نمایید:

<https://www.nbim.no/en/>

<https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/>



عملکردی مشابه یک شرکت سرمایه‌گذاری و ماهیتی متمایز از صندوق بازنشستگی و همچنین صندوق سرمایه‌گذاری می‌باشد. در نهایت به باور نویسنده مشابه آنچه در اسناد بین‌المللی مرتبط نیز آمده قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در ایران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به‌عنوان اصطلاحی متمایز از مفهوم شائع سرمایه‌گذار نهادی می‌باشد. از منظر روش تحقیق رویکرد مقاله حاضر واکاوی و آسیب‌شناسی مقررات و دیدگاه‌های مرتبط و به تبع ارائه پیشنهادات راهبردی بر مبنای آثار و نتایج عملی است؛ لذا روش پژوهش حاضر را باید عمده‌تاً کاربردی دانست. از منظر نحوه گردآوری منابع نیز روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است.

جهت پاسخ به سؤالات فوق پس از جستاری بر مفهوم و ویژگی‌های صندوق ثروت حاکمیتی به تعیین ماهیت حقوقی آن‌ها به‌طور کلی و در مقایسه با نهادهای مشابه و همچنین بررسی ماهیت حقوقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران می‌پردازیم. در بخش سوم به واکاوی قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران با نگاهی بر اسناد بین‌المللی پرداخته و در بخش پایانی به تعیین قالب حقوقی مناسب آن‌ها با نگاهی بر اسناد مذکور خواهیم پرداخت:

### ۱. جستاری بر مفهوم و ویژگی‌های صندوق ثروت حاکمیتی

در حالی‌که پیشینه صندوق‌های ثروت حاکمیتی در مفهوم امروزی آن حداقل به اواسط قرن ۲۰ میلادی و «سازمان سرمایه‌گذاری کویت»<sup>۲</sup> بازمی‌گردد، اصطلاح «صندوق ثروت حاکمیتی» اصطلاحی جدید بوده که نخستین بار در سال ۲۰۰۵ توسط آندرو روزانوو مطرح گردید. (Ussama, 2021: 15) در ارتباط با تعریف صندوق‌های حاکمیتی دیدگاه واحدی در سطح جهانی وجود ندارد. صندوق بین‌المللی پول صندوق‌های ثروت حاکمیتی را به معنای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خاصی که توسط دولت‌ها ایجاد شده و یا در مالکیت آن‌ها بوده تا دارایی‌های خارجی را برای اهداف بلندمدت حفظ نماید دانسته است. (International Monetary Fund, 2007: 45) علاوه بر این، کمیسیون اتحادیه اروپا در مقدمه سند «یک رویکرد اروپایی مشترک نسبت به صندوق ثروت حاکمیتی»<sup>۳</sup> آن را به‌عنوان ابزارهای سرمایه‌گذاری در مالکیت دولت که به مدیریت دارایی‌های مالی پورتفولیو داخلی و خارجی می‌پردازد تعریف نموده است. (European Commission, 2008: 2)

در نهایت، کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، صندوق‌های مذکور را به‌عنوان صندوق‌ها و ترتیبات سرمایه‌گذاری با اهداف خاص، که در مالکیت دولت عمومی هستند، تعریف می‌کند. این کارگروه تأکید دارد که این صندوق‌ها توسط دولت عمومی برای اهداف کلان اقتصادی ایجاد می‌شوند. در این راستا، صندوق‌های ثروت حاکمیتی دارایی‌ها را برای اهداف مالی حفظ، مدیریت یا اداره می‌نمایند و مجموعه‌ای از راهبردهای سرمایه‌گذاری که شامل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی خارجی می‌شود را به‌کار می‌گیرند. (International Working Group of Sovereign Wealth Funds: 2008: 27)

تعریف ارائه‌شده توسط کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، در مقایسه با سایر تعاریف ذکرشده، از دو جنبه قابل توجه است: نخست، این تعریف به‌طور هم‌زمان بر ساختار صندوق که تحت مالکیت دولت است و اهداف خاص آن تأکید دارد. دوم، با اشاره عام به راهبردهای سرمایه‌گذاری و عدم محدودیت سرمایه‌گذاری صرفاً در دارایی‌های مالی خارجی، این تعریف می‌تواند در سطح گسترده‌تری مورد استناد قرار گیرد و پذیرش بیشتری در نظام‌های مالی و حقوقی مختلف داشته باشد.

با این حال، نکاتی در این تعریف مغفول مانده است. یکی از این نکات، عدم تعیین روش مدیریت صندوق از منظر نقش و جایگاه دولت است. به‌عبارت دیگر، این تعریف به استقلال یا عدم استقلال مدیریتی صندوق از دولت اشاره‌ای نکرده است. علاوه بر این، در مباحث اجرایی و حقوقی، به موضوعات مهمی مانند مالکیت منابع صندوق، قابلیت برداشت دولت از این منابع، دعاوی سرمایه‌گذاری خارجی در ایکسید، و مقررات محدودکننده دعاوی بین‌المللی دولت نیز پرداخته نشده است. در نهایت تعیین استقلال یا عدم استقلال شخصیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی از دولت، یکی دیگر از نکات مهمی است که در این تعریف مغفول مانده است. البته باید توجه داشت که عدم تعریف این نکات می‌تواند ناشی از اختلاف‌نظرهای موجود در این زمینه باشد. به نظر می‌رسد که

2. Kuwait Investment Authority (KIA) 1953

3. A Common European approach to Sovereign Wealth Funds



تلاش برای ارائه تعریفی با قابلیت پذیرش فراگیر، دلیل اصلی عدم ورود به این جزئیات بوده است. چنان که در اصول سانتیاگو نیز، به شرحی که در ادامه خواهد آمد، چنین رویکردی اتخاذ شده است. علاوه بر این باید توجه نمود که نمی توان نوع خاصی از اهداف را به مثابه هدف اصلی صندوق ها در بیان تعریف آن ها مورد اشاره قرار داد؛ زیرا درحالی که در صندوق ثروت حاکمیتی غالباً اهداف کلان اقتصادی در سطح بین المللی و حتی برای تأمین مقاصد سیاسی، در چارچوب سرمایه گذاری خارجی (Bjørn Røste, 2021: 12) مورد نظر است، در برخی موارد اهداف کلان اقتصادی در سطح داخلی مطرح می باشد. (Rose, op. cit.: 1361-1362)

بر اساس مجموعه تعاریف ارائه شده، صندوق های ثروت حاکمیتی دارای سه ویژگی اساسی هستند:

۱. تأمین سرمایه آن ها توسط دولت،

۲. اداره صندوق در راستای منافع دولت (Ho Wang Mak et al, 2022: 61) و

۳. نقش آفرینی در اهداف عمومی و کلان اقتصادی.

با توجه به این ویژگی ها و مجموعه موارد مطرح شده در تعاریف صندوق های ثروت حاکمیتی، اکنون می توان تعریف جامعی برای این صندوق ها ارائه داد:

«صندوق ها و ترتیبات سرمایه گذاری، که به صورت مستقیم و یا با واسطه متعلق به دولت متبوع خویش و همچنین تحت نظارت آن هستند و با عملیات سرمایه گذاری نسبت به منابع مالی تأمین شده از سوی دولت مذکور، در چارچوب مدل ها و یا راهبردهای تعیین شده از سوی آن، در قالب سرمایه گذاری مستقیم و یا غیرمستقیم، و در قلمرو داخلی و یا خارجی، اهداف عمومی و یا کلان اقتصادی مورد نظر آن دولت را محقق می نمایند.»

## ۲. تعیین ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی

در اینجا نخست به تعیین ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی به طور کلی و در مقایسه با نهادهای مشابه می پردازیم و سپس به تأملاتی چند بر ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در ایران و آثار آن می پردازیم:

### ۲-۱. تعیین ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی به طور کلی

در اینجا در هر قسمت به مقایسه صندوق ثروت حاکمیتی با دو مفهوم متفاوت، که در مقابل یکدیگر قرار دارند، و تعیین شباهت و یا یکسانی آن با یکی از این دو مفهوم، می پردازیم؛ در قسمت پایانی نیز به مقایسه آن با صندوق بازنشستگی می پردازیم:

#### ۲-۱-۱. صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه صندوق سرمایه گذاری یا «مؤسسه مالی انحصاری»<sup>۴</sup>

با توجه به ماهیت حقوقی و اشکال صندوق های ثروت حاکمیتی، و همچنین بر اساس اهداف مرتبط با تراز پرداخت ها و با در نظر گرفتن مقررات مالی اتحادیه اروپا، باید اذعان داشت که صندوق ثروت حاکمیتی لزوماً به عنوان یک صندوق سرمایه گذاری تلقی نمی شود. زیرا چنانکه صندوق بین المللی پول نیز بیان نموده صندوق های سرمایه گذاری، طرح هایی برای سرمایه گذاری جمعی هستند که با عرضه سهام یا واحدهای سرمایه گذاری به عموم، اقدام به جمع آوری و تأمین سرمایه می کنند.

این در حالی است که، صندوق های ثروت حاکمیتی با وجود اهداف عمومی در مقام عمل سرمایه گذاری جمعی ننموده، بلکه منابع متعلق به دولت را سرمایه گذاری می نماید. این چنین اگر بخواهیم صندوق ثروت حاکمیتی را به عنوان یک صندوق دولتی با اهداف خاص، از منظر ماهیت وظایف و مسئولیت های خود یک نهاد مالی در مفهوم عام تلقی کنیم، باید آن را به مثابه یک مؤسسه مالی انحصاری در نظر بگیریم. (Mezzacapo, 2009: 10)

#### ۲-۱-۲. صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه سرمایه گذاری جمعی یا شرکت سرمایه گذاری

بر مبنای آن که صندوق ثروت حاکمیتی در راستای منافع انحصاری دولت متبوع خود اقدام به خدمات و فعالیت های سرمایه گذاری



به‌ویژه در ترتیبات پورتفولیو می‌نماید باید آن را شبیه به شرکت سرمایه‌گذاری در کشور میزبان سرمایه دانست، و نه به مثابه سرمایه‌گذاری جمعی در اوراق بهادار قابل انتقال. تأملی بر خدمات موضوع فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، که علاوه بر خدمات سرمایه‌گذاری شامل دریافت و انتقال سفارشات در ارتباط با ابزارهای مالی، اجرای سفارشات از طرف مشتریان، معامله به حساب خود، ترتیبات پورتفولیو، مشاوره سرمایه‌گذاری، پذیره‌نویسی ابزارهای مالی و یا قرار دادن ابزارهای مذکور بر اساس تعهد قطعی و همچنین قرار دادن آن‌ها بدون اتکاء بر تعهد قطعی می‌گردد (Mezzacapo, 2009: 11) خود وجوه اشتراک بین صندوق ثروت حاکمیتی و شرکت سرمایه‌گذاری را آشکار می‌سازد. این امر تلقی این صندوق‌ها به عنوان شرکت سرمایه‌گذاری در کشور میزبان سرمایه را بیش از پیش تأیید و تقویت می‌نماید.

### ۳-۱-۲. صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه ترتیبات اداره دارایی خصوصی یا ترتیبات ذخایر ارزی

با توجه به سبک و روش سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی، باید تفاوت اساسی این صندوق‌ها با اشکال سنتی ترتیبات ذخایر ارزی را مدنظر قرار داد و در مقابل آن‌ها را قابل انطباق با ترتیبات اداره دارایی خصوصی دانست. (Mezzacapo, 2009: 11) راهبردهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ثروت حاکمیتی بر مدیریت ریسک و ایجاد درآمد پایدار از محل به‌کارگیری سرمایه استوار است. لذا این صندوق‌ها از سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره اجتناب می‌کنند و به‌جای تمرکز بر یک حوزه یا منطقه جغرافیایی خاص، در حوزه‌های متنوعی سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ از خرید سهام گرفته تا خرید املاک در مناطق مختلف جهان. به‌عنوان مثال، «صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی»<sup>۵</sup> دولت نروژ سهام حدود ۹۰۰۰ شرکت خارجی را در اختیار دارد و مالک صدها ساختمان در شهرهای اصلی جهان است که از طریق اجاره آن‌ها درآمد کسب می‌کند.<sup>۶</sup>

### ۴-۱-۲. صندوق ثروت حاکمیتی و صندوق بازنشستگی

یکی از موضوعات چالش‌برانگیز در تحلیل صندوق‌های ثروت حاکمیتی، تشخیص تفاوت‌های آن با صندوق‌های بازنشستگی است. این موضوع به‌ویژه در مقررات بورسی اهمیت پیدا می‌کند؛ چراکه از نظر ساختار نهادی و تعریف عام نهادهای مالی ممکن است در ابتدا این تصور ایجاد شود که صندوق‌های ثروت حاکمیتی مشابه صندوق‌های بازنشستگی می‌باشند. با وجود این، صندوق‌های بازنشستگی از منظر ماهیت و کارکرد متفاوت و متمایز از صندوق‌های ثروت حاکمیتی است؛ زیرا موضوع اصلی و مستقیم صندوق اخیر عملیات سرمایه‌گذاری بوده و این امر تلقی مذکور را تضعیف نموده و قالب و ماهیت حقوقی این صندوق‌ها را در سطح یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای و ویژه قرار می‌دهد. سرمایه‌گذاری که بر مبنای ورود سرمایه از خارج از کشور و خرید سهام و اوراق بهادار در بورس و همچنین سطح کلان سرمایه‌گذاری و حجم سرمایه در گردش باید مورد نظارت ویژه و متمایز واقع گردد؛ مشروط به آن که سطح نظارت‌های حاکمیتی و خود انتظام در بورس (School of Economic Law, 2020: 129-156) برای نظارت مورد نظر در اینجا کافی دانسته نشود.

در تأیید این دیدگاه به‌طور مثال می‌توان به صندوق ثروت حاکمیتی دولت نروژ موسوم به صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ اشاره و استناد نمود، که حتی با وجود استفاده از عنوان «بازنشستگی»، ماهیتاً صندوق بازنشستگی تلقی نمی‌گردد؛ زیرا در صندوق‌های بازنشستگی در یک سوی رابطه حقوقی اشخاص ذینفع معین قرار دارند و در سوی دیگر صندوق، که در مقام امین و بر مبنای «اصل تعهد امانتداری»<sup>۷</sup> اقدام می‌نماید. این در حالی است که صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ حساب سپرده‌ای نزد بانک مرکزی نروژ است و مالکیت آن متعلق به دولت نروژ بوده و نه اشخاص ذینفع معین. (L. Clark et al, 2010, 1723 & Bjørn) (Røste, op. cit., 34-121)

5. Government Pension Fund Global

۶. در این زمینه به آدرس اینترنتی ذیل واقع در سایت صندوق مذکور مراجعه نمایید:

<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

7. Principle of Fiduciary Duty



## ۲-۲. تعیین ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در ایران

در اینجا نخست به تعیین ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در ایران، که ناظر بر صندوق توسعه ملی می‌باشد، می‌پردازیم و سپس تأملاتی بر ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در ایران و آثار آن خواهیم داشت:

### ۲-۲-۱. تعیین ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در ایران (صندوق توسعه ملی)

اساساً در حقوق موضوعه ایران همچون بسیاری از نظام‌های حقوقی دیگر صرفاً با مصادیق خاص صندوق‌های ثروت حاکمیتی مواجه هستیم و نه نظام حقوقی مستقل یا ساختار و ماهیت متمایز برای آن‌ها. در ساختار تقنینی کشورمان مصادیق مذکور شامل حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی می‌گردد. در این میان پس از تحولات صورت گرفته در قانون برنامه پنجم توسعه و جایگزینی عمده صندوق توسعه ملی به جای حساب ذخیره ارزی، هدف تبدیل بخشی از درآمدهای حاصل از نفت به منابع و سرمایه‌های مولد اقتصادی به صندوق توسعه ملی محول گردید. (Economic Studies Office of the Islamic Parliament Research Center, 2012: 14)

در ارتباط با ماهیت حقوقی صندوق توسعه ملی، درحالی‌که مطابق صدر ماده ۱۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور «اموال و دارایی‌های این صندوق متعلق به دولت جمهوری اسلامی ایران می‌باشد»، جزء ۶ بند «د» ماده ۱۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مقرر می‌دارد: «صندوق در امور اداری، استخدامی، مالی و معاملاتی تابع این اساسنامه و قوانین مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و سیاست‌های پولی و ارزی می‌باشد». در اینجا اینکه در مقرر اخیر صندوق از زمره مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی دانسته شده با حکم بر تعلق اموال و دارایی‌های آن به دولت مانع‌الجمع است؛ زیرا، همچنان‌که ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری نیز در تعریف مؤسسات و نهادهای مذکور آمده، آن‌ها دارای استقلال مالی و همچنین استقلال حقوقی و شخصیت حقوقی مستقل از دولت می‌باشند.

به علاوه، تلقی صندوق توسعه ملی به‌عنوان مؤسسه عمومی غیردولتی با مانع جدی دیگری نیز روبرو می‌باشد؛ بدین‌نحوکه ماهیت منبع مالی صندوق غالباً از محل ارز حاصل از صادرات نفت تأمین می‌گردد، که در هر حال از زمره منابع غیردولتی تلقی نمی‌گردد؛ لذا از این منظر نیز تأمین بخش عمده منابع مالی صندوق از این محل با ماهیت حقوقی مؤسسه عمومی غیردولتی و وصف غیردولتی در آن، که مطابق ماده اخیر باید «بیش از پنجاه درصد (۵۰٪) بودجه سالانه آن از محل منابع غیردولتی تأمین گردد»، مغایرت اساسی دارد. در مجموع به نظر می‌رسد بیان اینکه صندوق در امور اداری، استخدامی، مالی و معاملاتی تابع قوانین مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی می‌باشد، در جزء ۶ بند «د» ماده ۱۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور، مانع از تلقی آن به عنوان صندوق ثروت حاکمیتی نمی‌باشد؛ زیرا اولاً این امر به منزله تلقی ماهیتی آن به عنوان مؤسسه یا نهاد مذکور نیست؛ بلکه دلالت بر اعمال احکام آن مؤسسات یا نهادها بر صندوق می‌نماید، به‌ویژه آن که این مقرر نخست به «این اساسنامه»، که منظور مفاد ماده مورد بحث (سابقاً ماده ۸۴ قانون برنامه پنجم توسعه) می‌باشد، عطف نموده و در انتها پس از بیان «قوانین مؤسسات یا نهادهای عمومی غیردولتی» عبارت «سیاست‌های پولی و ارزی» نیز بیان گردیده‌است. این چنین رکن قانونی حاکم بر صندوق توسعه ملی شامل سه گروه فوق است و نه صرفاً «قوانین مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی». در این میان نخست مفاد اساسنامه یا ماده قانونی مربوط به صندوق توسعه ملی بیان شده، که هم از منظر تقدم در بیان و هم ماهیت آن به عنوان قانون خاص بر قوانین مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی ترجیح می‌یابد.

این چنین و با توجه به نقش ویژه دولت در رکن تصمیم‌گیرنده (بند «پ» ماده ۱۶) و همچنین رکن اداره‌کننده (بند «ت») و حضور آن در رکن نظارت و بازرسی بر صندوق (بند «ج») و سایر مراتب فوق باید اذعان نمود که صندوق توسعه ملی به مثابه مجموعه دارایی‌های متعلق به دولت و فاقد شخصیت حقوقی مستقل می‌باشد.

### ۲-۲-۲. تأملاتی چند بر ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در ایران و آثار آن

در نظام حقوقی کشورمان حتی در سطح دستورالعمل‌های اجرایی مقررهای در ارتباط با تعیین ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی خارجی یافت نمی‌شود؛ اگرچه در واقعیت، این امر، به موازات سایر نقائص تقنینی در ارتباط با وضعیت حقوقی این نوع صندوق‌ها در کشورمان، ناشی از عدم توجه به سیاست جذب سرمایه خارجی از این طریق و همچنین عدم اقبال کشورمان در این حوزه بوده‌است،



اما باید توجه نمود نه تنها این سکوت مانعی برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران نبوده، بلکه خود انعطافی قابل تحسین در این زمینه و همسو با رویه بین‌المللی اصول سانتیاگو، به مثابه اصول فراگیر و مرجع در ارتباط با این نوع صندوق‌ها در نظام مالی بین‌المللی، می‌باشد.

توضیح آن که در اصل نخست از اصول مذکور در ارتباط با «پایه و قالب قانونی» این نوع صندوق‌ها آمده: «چارچوب قانونی برای صندوق ثروت حاکمیتی باید فاقد نقص باشد و از عملیات مؤثر آن و دستیابی به اهداف اعلام شده‌اش حمایت کند.» (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, op. cit.: 11)

این چنین اصل مذکور درصدد بیان ماهیت و قالب حقوقی معین و اعمال رویکرد واحد در این زمینه در سطح فراگیر نبوده‌است؛ چنانکه در بخشی از تفسیر کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی در تفسیر این اصل آمده‌است:

«چارچوب قانونی یک صندوق عموماً یکی از سه رویکرد ذیل را دنبال می‌نماید: نوع نخست صندوق‌های ثروت حاکمیتی به عنوان یک نهاد حقوقی مستقل با اهلیت کامل جهت اقدام بوده و قوانین اساسی خاص بر آن‌ها حاکم است. نوع دوم صندوق‌های ثروت حاکمیتی در قالب شرکت دولتی می‌باشد. نوع سوم صندوق‌های ثروت حاکمیتی متشکل از مجموعه دارایی‌های متعلق به دولت یا بانک مرکزی می‌باشد. مشروط به فقدان نبود نقص در چارچوب قانونی کلی، هر یک از این ساختارها می‌تواند الزامات مورد نظر در

این اصول را محقق نماید.» (Ibid International Working Group of Sovereign Wealth Funds, op. cit.: 11)

در اینجا، به‌ویژه با لحاظ صراحت جمله اخیر در تفسیر فوق، بیان رویکردهای مختلف در ارتباط با ماهیت و قالب حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی اقدامی برای شناسایی قالب‌های مختلف اتخاذی موجود، به منظور تسهیل و حذف موانع در ایجاد رویه یکسان و یکنواخت در زمینه اصول و قواعد حاکم بر صندوق‌های ثروت حاکمیتی است؛ چرا که عدم شناسایی این قالب‌ها خود می‌تواند در برخی موارد توجیهی برای عدم اعمال اصول سانتیاگو باشد.

این چنین هر یک از اشکال ماهیتی فوق برای صندوق ثروت حاکمیتی، در نظام مالی بین‌المللی و اصول سانتیاگو مورد تأیید بوده و تفاوت جدی و تمایز بخشی میان صندوق‌های فاقد شخصیت حقوقی مستقل از دولت و صندوق‌های دارای شخصیت حقوقی مستقل وجود ندارد.

بنابراین در شرایط کنونی بر مبنای سکوت مقنن ایرانی و همسو با نظام مالی بین‌المللی نمی‌توان ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی را عاملی مؤثر در سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران و تعیین وضعیت حقوقی آن در نظام حقوقی کشورمان دانست؛ حتی فراتر از این باید از اعمال آثار مرتبط با استقلال یا عدم استقلال حقوقی این صندوق‌ها از دولت متبوع خویش تا حد امکان صرف‌نظر نمود. با وجود این، بر مبنای ساختار خود انتظام موجود در بازار سرمایه از یک سو (Abdi Pour Fard, 2012: 110) و تخصیص بخش غالب سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها در حوزه بازار سرمایه به نظر می‌رسد تعیین قالب حقوقی این نوع صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران امری ضروری است؛ در ادامه به این امر می‌پردازیم.

### ۳. واکاوی قالب‌های حقوقی احتمالی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران با نگاهی بر اسناد بین‌المللی

در این بخش ابتدا به تحلیل نظریه صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه یکی از نهادهای مالی در بورس و سپس به تحلیل نظریه صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه سرمایه‌گذار نهادی و حرفه‌ای می‌پردازیم.

#### ۳-۱. صندوق ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه نهاد مالی در بازار سرمایه

این نظریه قبل از هر چیز مبتنی بر مفهوم عام نهادهای مالی در بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران می‌باشد. مطابق این بند مفهوم نهادهای مالی ناظر بر «نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادارند»؛ چنانکه در ادامه بند مذکور در مقام بیان مصادیق نهاد مالی بیان گردیده، مفهوم مذکور فراتر از نهادهایی که صرفاً کارکرد بورسی دارند صندوق بازنشستگی، که از زمره نهادهای ذاتاً و ماهیتاً غیربورسی هستند، را نیز دربرمی‌گیرد. همچنین مصوبه مورخ ۲۸-۶-۱۳۸۶ هیأت مدیره بورس اوراق بهادار که در آن سایر نهادهای مالی واسط در امر سرمایه‌گذاری در بورس همچون شرکت تأمین سرمایه و صندوق سرمایه‌گذاری مصادیق سرمایه‌گذار نهادی دانسته شده‌اند نیز قابلیت تلقی صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه نهاد مالی در بازار اوراق بهادار را متداعی



می‌نماید. همچنین مفهوم شرکت سرمایه‌گذاری، به عنوان یکی از مصادیق نهادهای مالی، منطبق با برخی مصادیق صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی، که در قالب شرکت دولتی فعالیت می‌نمایند، می‌باشد. با وجود این همه، نه می‌توان صندوق ثروت حاکمیتی را هم‌سطح با صندوق بازنشستگی و تابع احکام قانونی آن دانست؛ نه آن که تلقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی، به عنوان یکی از نهادهای مالی، در بازار بورس اوراق بهادار، که یکی از بازارهای خود انتظام و تابع سیاست‌های آمره اقتصادی حاکمیت می‌باشد، به صرف مبانی حقوقی فوق ممکن و میسر است؛ زیرا:

۱. رویه تقنینی در تصویب «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» پس از قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، و در سال ۱۳۸۸ دلالت بر حصری بودن مصادیق نهادهای مالی شناسایی شده در قانون بورس اوراق بهادار و قانون اخیر می‌نماید. چون هدف توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در عنوان قانون جز با فرض حصری بودن مصادیق نهادهای مالی مذکور در این قوانین مصداق و موضوعیت نمی‌یابد. به علاوه و به‌طور خاص در خصوص صندوق‌ها حصری بودن آن‌ها به شکل مؤکدی از قانون استنباط می‌گردد؛ زیرا ماده ۲ قانون اخیر مصادیق صندوق‌ها را منحصر به «صندوق‌های موضوع بندهای (۱۹) و (۲۰) ماده (۱) قانون «بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موضوع بند (۱) ماده (۱۴) قانون «ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن» مصوب ۱۳۸۷/۲/۲۵ و سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند، دانسته است. این در حالی است که هیچ یک از موارد صندوق‌های فوق با ماهیت حقوقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی منطبق نمی‌باشد. بدین نحو که:

**نخست.** صندوق سرمایه‌گذاری مشترک موضوع بند ۱ ماده ۱۴ «قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن» مصوب ۱۳۸۷ صندوق‌هایی است که با هدف «جذب منابع برای تولید انبوه مسکن» ایجاد گردیده‌اند و از منظر موضوعی با صندوق‌های ثروت حاکمیتی متفاوت می‌باشند. در نظام حقوقی ایران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک همان صندوق سرمایه‌گذاری مذکور در بند ۲۰ ماده ۱ قانون بورس اوراق بهادار می‌باشند (Iran Chamber of Commerce Money and Capital Market Commission, 2011: 1-11) که، به شرحی که خواهد آمد، مفهوم و ماهیتی متمایز از صندوق‌های ثروت حاکمیتی دارد.

صندوق موضوع بند ۱۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار صندوق بازنشستگی می‌باشد. مطابق بند مذکور «صندوق بازنشستگی: صندوق سرمایه‌گذاری است که با استفاده از طرح‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، مزایای تکمیلی را برای دوران بازنشستگی اعضای آن فراهم می‌کند». به شرحی که در بحث از ماهیت صندوق‌های ثروت حاکمیتی ذکر شد، این نوع صندوق نهادی متمایز از صندوق ثروت حاکمیتی است. به علاوه اینکه مطابق حقوق موضوعه کشورمان و مقررات حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی و اساسنامه صندوق بازنشستگی کشور، صندوق مذکور از نهادهای نظام جامع تأمین اجتماعی در حوزه بیمه‌ای می‌باشد (ماده ۲ «قانون ساختار نظام جامع رفاه و تأمین اجتماعی» مصوب ۱۳۸۳). البته، به منظور به‌کارگیری وجوه و استفاده بهینه از آن‌ها جهت اندوخته مناسب برای دوران بازنشستگی اشخاص، قابلیت سرمایه‌گذاری نیز در زمره اقدامات موضوع فعالیت این صندوق‌ها پیش‌بینی شده است. با وجود این، همچنان که در ماده ۲ اساسنامه صندوق بازنشستگی کشوری در مقام بیان موضوع اصلی آن نیز تصریح گردیده، آنچه موضوع و هدف اصلی صندوق می‌باشد بیمه اجتماعی است و نه سرمایه‌گذاری. سرمایه‌گذاری روش و اقدامی برای تحقق هدف مذکور بوده و طریقت دارد و نه موضوعیت.

این چنین صندوق بازنشستگی صندوق سرمایه‌گذاری مورد نظر در بند ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار به شرح آتی تلقی نمی‌گردد و تعبیر سرمایه‌گذاری در صدر بند ۱۹ ماده ۱ قانون مذکور در توصیف این نوع صندوق‌ها موجب ابهام در ماهیت آن‌ها در نظام حقوقی حاکم بر بازار اوراق بهادار در کشورمان می‌گردد؛ به‌ویژه آن که در ادامه در مقام تعریف این نوع صندوق‌ها کارکرد و موضوع اصلی آن مطرح نشده و عبارت «با استفاده از طرح‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، مزایای تکمیلی را برای دوران بازنشستگی اعضای آن فراهم می‌کند»، به شرحی که ذکر شد دلالت بر کارکرد فرعی و غیراصولی آن دارد، که البته خود مورد انتقاد است؛ چون زمینه‌ساز ابهام بیشتر در این زمینه می‌گردد.

در هر حال بر مبنای کارکرد بیمه شغلی این صندوق‌ها و مدیریت وجوه مرتبط با هدف پرداخت مستمری دوره بازنشستگی باید اذعان نمود این صندوق‌ها دارای کارکردی عمومی بوده و ماهیت ملی داشته و تصدی این وظیفه توسط نهادهای خارجی مغایر با سیاست‌های آمره اقتصادی می‌باشد؛ لذا به هیچ عنوان صندوق بازنشستگی در مفهوم ذکر شده قابل انطباق با صندوق ثروت



حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران نمی‌باشد.

دوم. صندوق‌های موضوع بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار نیز صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. در ارتباط با این نوع صندوق‌ها مفهوم ذکر شده در بند مذکور، در بدو امر تلقی انطباق آن با ماهیت صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی را متصور می‌نماید؛ به‌ویژه آن که در جزء «ج» بند ۶ ماده ۱ «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» مصوب ۱۳۸۹ صندوق سرمایه‌گذاری ثبت شده در ایران که سهام اشخاص حقیقی فاقد تابعیت ایران و اشخاص حقوقی ثبت شده در خارج از کشور در آن بیش از ۵۰ درصد سرمایه آن باشد، مادامی که این میزان سهام به کمتر از ۴۰ درصد سرمایه شرکت تنزل نیابد از زمره اشخاص خارجی مشمول آیین‌نامه دانسته شده که می‌توانند وفق بند ۹ با کسب مجوز معامله از سازمان بورس سرمایه‌گذار خارجی تلقی گردند. اما توجه به مفهوم اتخاذی برای آن، چه در بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و چه در قانون مؤخر بر آن، یعنی بند «ه» ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، این تصور را منتفی می‌نماید. زیرا مطابق بند ۲۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار «صندوق سرمایه‌گذاری: نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند». در اینجا منبع تأمین سرمایه وجوه دریافتی از اشخاص است، حال آن که منبع تأمین سرمایه در صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی درآمدهای ناشی از منابع طبیعی و مازاد بودجه و مازاد تجاری می‌باشد. (Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (Iosco), 2012: 54) بر اساس بند «ه» ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید نیز «صندوق سرمایه‌گذاری، نهاد مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند». در اینجا نیز جذب منابع مالی از طریق انتشار گواهی سرمایه‌گذاری صراحتاً صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی را از شمول تعریف ذکر شده خارج می‌نماید؛ چون منابع مالی صندوق‌های مذکور از طریق درآمد ناشی از ذخایر منابع طبیعی و یا عملیات صادراتی و فرامرزی دولت‌های خارجی حاصل می‌گردد.

۲- مقرر ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار که مقرر می‌دارد: «تأسیس بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و نهادهای مالی موضوع این قانون منوط به ثبت نزد سازمان است و فعالیت آن‌ها تحت نظارت سازمان انجام می‌شود.» و به تبع آن «دستورالعمل شناسایی و ثبت نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار نزد سازمان» مانع از شمول مفهوم نهادهای مالی به صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی است؛ چون مطابق ماده ۵ دستورالعمل، با عنوان «موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی»، موضوع فعالیت‌های منحصر به نهادهای مالی در بند ۲ ماده ۲ دستورالعمل آمده که مقرر می‌دارد: «یک یا چند نوع از فعالیت‌هایی که طبق قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و مقررات مصوب ارکان بازار اوراق بهادار در مورد تأسیس و فعالیت نهادهای مالی و همچنین اساسنامه‌های نمونه مصوب سازمان برای نهادهای مالی، از جمله فعالیت‌های منحصر به نهاد مالی و مستلزم اخذ مجوز قلمداد شده‌اند». ماده ۳ این دستورالعمل نیز نهاد متقاضی ثبت را در صورتی نهاد مالی می‌داند که علاوه بر ثبت به عنوان نهاد مالی یا در یکی از این موارد فعالیت عمده‌ای نموده باشد و یا آن که مطابق بند ۴ ماده ۲ «بیش از ۵۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد یا بیش از ۵۰ درصد از درآمد عملیاتی آن در طول یک سال مالی، از محل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار (سود تخصیصی یا درآمد ناشی از افزایش قیمت اوراق بهادار)، کسب شده باشد و یکی از شرایط زیر را داشته‌باشد:

۱- در صورتی که نزد مرجع ثبت شرکت‌هایی به‌صورت شرکت سهامی عام به ثبت رسیده باشد، یا

۲- در صورتی که نزد مرجع ثبت شرکت‌هایی به‌صورت اشخاص حقوقی به غیر از شرکت سهامی عام به ثبت رسیده‌باشد و بیش از ۵۰ درصد از دارایی‌های آن به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سهامی عام یا اوراق بهادار منتشره در عرضه‌های عمومی اختصاص داده شده‌باشد یا بیش از ۵۰ درصد درآمد عملیاتی آن در طول یک سال مالی از محل سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار یادشده (ناشی از سود تخصیصی یا افزایش قیمت)، به‌دست آمده‌باشد؛ .....».

این در حالی است که تحقق شرایط فوق در مورد صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی متصور نیست و لذا ثبت آن‌ها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان شرط فعالیت در بازار اوراق بهادار، غیرممکن می‌نماید. مگر آن که سابقه سرمایه‌گذاری در صدر ماده و بند ۲ به شکل موردنظر در خارج از کشور کافی دانسته شود، که امری بعید به نظر می‌رسد.

۳- در ارتباط با شرکت سرمایه‌گذاری که در قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید تعریف نشده می‌توان از مفاد ماده ۵ دستورالعمل، به‌ویژه بند ۲ آن، به مفهوم آن پی برد، که مقرر می‌دارد: «در صورتی که وضعیت شخص حقوقی با شرایط



قید شده در بند ۱ فوق مطابقت نداشته باشد، آنگاه شخص حقوقی به عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری محسوب می‌گردد.<sup>۸</sup> در اینجا اگر چه در بدو امر مفهوم بند ۲ با آن دسته از صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی، که در قالب شرکت دولتی فعالیت می‌نمایند، منطبق به نظر می‌رسد؛ اما بر مبنای الزامات کلی ناظر بر نهادهای مالی به شرح فوق محدودیت در اینجا نیز صدق می‌نماید. به علاوه در فرض بعید قابلیت اقدام نیز الزامات ناظر بر مرحله فعالیت این نوع شرکت‌هایی مورد قبول صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی واقع نمی‌گردد؛ زیرا با راهبردهای سرمایه‌گذاری ایشان منافات داشته و به منزله تحمیل تغییرات اساسی در آن‌ها می‌باشد. مطابق ماده ۷ دستورالعمل الزامات اخیر عبارتند از:

۱. «حداقل ۸۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد؛  
۲. شرکت مادر (هلدینگ) باید حداقل ۷۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در سهام یا سهم‌الشرکه یا واحدهای سرمایه‌گذاری دارای حق رأی شرکت‌هایی، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری دیگر اختصاص دهد به طوری که در شرکت‌هایی، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌پذیر، به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل خود نفوذ قابل ملاحظه یافته یا کنترل آن‌ها را به دست آورد؛

۳. شرکت سرمایه‌گذاری باید حداقل ۷۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اختصاص دهد که در اثر سرمایه‌گذاری در این اوراق بهادار، به تنهایی یا به همراه اشخاص تحت کنترل خود در شرکت ناشر اوراق بهادار یادشده، نفوذ قابل ملاحظه پیدا نکند یا کنترل آن را به دست نیاورد.»

لازم به ذکر است مطابق «دستورالعمل شناسایی و ثبت نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار نزد سازمان» در ظاهر امر زمینه برای حضور صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در موارد خاص فراهم گردیده است، اما برخلاف ظاهر مذکور مفاد دستورالعمل مذکور در این زمینه با الزام ثبت و اخذ مجوز مندرج در مقرر صریح ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه و ماده ۳۶ قانون احکام دائمی توسعه در تعارض است. حتی صندوق‌های موضوع آن را از زمان ثبت دارای شخصیت حقوقی می‌داند.

توضیح آن که مطابق ماده ۲ دستورالعمل فوق امکان استثناء شدن نهادهای مالی از الزام ثبت پیش‌بینی شده که شرایط آن در ماده ۴ دستورالعمل آمده است. شرایط مذکور عبارتند از:

۱. «در صورتی که در نام خود، عناوین مختص نهادهای مالی را به کار برده باشد، باید نام خود را براساس ضوابط زیر اصلاح .... نماید؛  
۲. (۱-۱) در صورتی که عبارت سرمایه‌گذاری در نام خود استفاده نموده باشد باید این عنوان را حذف نماید یا عبارتی پس از آن استفاده شود که نشان دهد فعالیت اصلی شخص حقوقی مذکور، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار نمی‌باشد.  
۳. (۲-۱) در صورتی که از سایر عناوین مختص نهادهای مالی به هر نحو در نام خود استفاده نموده باشد، باید این عناوین را از نام خود حذف نماید.

۴. (۲) در صورتی که در موضوعات فعالیت خود در اساسنامه، یک یا چند فعالیت از موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی را قید نموده باشد، آن موضوعات فعالیت را با رعایت تشریفات تغییر در اساسنامه، از اساسنامه خود حذف .... نموده ..... .

۵. (۳) در صورت تصدی به موضوعات فعالیت منحصر به نهادهای مالی، فعالیت‌های یادشده را متوقف نماید.»  
صرف‌نظر از تعارض صریح این استثناء با مقررات ذکر شده، صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به هیچ عنوان حاضر به قبول الزامات فوق برای معافیت از ثبت نخواهند شد. لذا این استثناء نیز در ارتباط با آن‌ها موضوعیت و کاربرد نمی‌یابد.

### ۲-۳. صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه سرمایه‌گذار نهادی یا حرفه‌ای

موضوع و کارکرد اصلی صندوق‌های ثروت حاکمیتی عملیات سرمایه‌گذاری است؛ این صندوق‌ها به صورت نهادی و تخصصی مبادرت به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌اس‌کو)<sup>۹</sup> سرمایه‌گذار را در مفهوم کلی ناظر بر مشتریان و استفاده‌کنندگان خدمات مالی دانسته (Ghasemi Hamed et al, 2021: 127-128) که صندوق‌های مذکور را نیز در

8. International Organization of Securities Commissions (Iosco)



برمی‌گیرد. در این میان سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بخش عمده سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های ثروت حاکمیتی را تشکیل می‌دهد. مقدمات مذکور ما را به سوی این نتیجه که صندوق‌های ثروت حاکمیتی مصداق بارز سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشند سوق می‌دهد؛ چرا که «سرمایه‌گذار نهادی شخصی است که به صورت حرفه‌ای و به عنوان متخصص اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌کند و .....» (Ghasemi Hamed et al, 2021: 128) و این همان موضوع اصلی اقدام در صندوق‌های ثروت حاکمیتی است. البته تلقی سرمایه‌گذار نهادی یا حرفه‌ای در اینجا به منزله آن نیست که تمامی سرمایه‌گذاری صندوق ثروت حاکمیتی و یا تمرکز بخش اصلی آن بر بازارهای مالی و اوراق بهادار باشد، بلکه مقصود آن است که سرمایه‌گذاری صندوق در بورس اوراق بهادار، صرف نظر از حجم و نسبت آن در مقایسه با کل سرمایه‌گذاری‌های آن، به شکل تخصصی و حرفه‌ای صورت گیرد.

در این میان آنچه از سرمایه‌گذار نهادی یا حرفه‌ای مورد نظر است مشتری و دریافت‌کننده خدمات در بورس می‌باشد و نه نهادهای مالی فعال در آن. لذا تعبیر و تلقی مذکور در مصوبه مورخ ۲۸-۶-۱۳۸۶ هیأت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار، که مطابق آن مفهوم بسیار گسترده‌ای از سرمایه‌گذار نهادی ارائه گردیده و در آن سایر نهادهای مالی واسط در امر سرمایه‌گذاری در بورس همچون شرکت تأمین سرمایه و صندوق سرمایه‌گذاری نیز مصادیق سرمایه‌گذار نهادی دانسته شده‌اند، ناشی از خلط مفهوم سرمایه‌گذار با مفهوم نهاد مالی بوده و مورد انتقاد است. آنچه این گفته را تأیید و تقویت می‌نماید مفهوم سرمایه‌گذار حرفه‌ای در اسناد بین‌المللی مرتبط است؛ چنانکه در بند ag ماده ۴ دستورالعمل ۶۱/۲۰۱۱ EU در ارتباط با راه‌حل‌های جایگزین ترتیبات مدیریتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری<sup>۹</sup> در تعریف سرمایه‌گذار حرفه‌ای آمده است:

«سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به معنای سرمایه‌گذاری است که مشتری حرفه‌ای محسوب می‌گردد یا ممکن است، بنا به درخواست، با آن به مثابه یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای داخل در مفهوم ضمیمه ۲ دستورالعمل ۳۹/۲۰۰۴ EC رفتار گردد.» در این دستورالعمل سرمایه‌گذار حرفه‌ای به منزله مشتری حرفه‌ای و مترادف با آن در مفهوم مورد نظر در ضمیمه ۲ دستورالعمل EC/2004/39 دانسته شده است. در ابتدای ضمیمه ۲ دستورالعمل اخیر راجع به بازارهای ابزارهای مالی<sup>۱۰</sup> با عنوان «مشتریان حرفه‌ای برای اهداف این دستورالعمل»<sup>۱۱</sup> بدو به ارائه تعریفی از مشتری حرفه‌ای پرداخته است؛ با بیان اینکه: «مشتری حرفه‌ای مشتری است که دارای تجربه، دانش و تخصص برای اتخاذ تصمیم در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری‌اش و ارزیابی صحیح مخاطرات آن می‌باشد.»

در ادامه در بخش نخست ضمیمه ۲ این دستورالعمل به بیان معیارهای مشتری حرفه‌ای در ۴ بند پرداخته است. که شامل موارد ذیل است:

۱. اشخاص حقوقی دارای مجوز فعالیت در بازارهای مالی همچون مؤسسات اعتباری، شرکت سرمایه‌گذاری، سایر مؤسسات مالی دارای مجوز یا تحت تنظیم‌گری بازارهای مالی، شرکت‌های بیمه، طرح‌های جمعی سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مدیریت چنین طرح‌هایی، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های مدیریت چنین صندوق‌هایی، معامله‌گران کالا و مشتقات کالایی، اشخاص حقوقی بومی و سایر سرمایه‌گذاران نهادی (بند ۱)؛

۲. تعهداتی که در قالب شرکتی با حجم مالی دو مورد از موارد ذیل باشد:

به میزان ۲۰ میلیون یورو بر اساس صورت‌های مالی شرکت؛

به میزان ۴۰ میلیون یورو بر مبنای خالص گردش مالی؛ و

به میزان ۲ میلیون یورو بر اساس دارایی‌های صندوق و مازاد آن (بند ۲)؛

9. DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010. Available at:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061>

10. DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. Available at:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039>

11. Professional Clinets for the Purpose of this Directive



۳. نهادهای حقوق عمومی همچون دولت‌های ملی و محلی، نهادهای عمومی، که به مدیریت بدهی‌های عمومی می‌پردازند، بانک‌های مرکزی، نهادهای بین‌المللی و فراملی، همچون بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول، بانک مرکزی اروپا، بانک سرمایه‌گذاری اروپا و سایر سازمان‌های بین‌المللی مشابه؛

۴. سایر «سرمایه‌گذاران نهادی»<sup>۱۲</sup> که موضوع اصلی فعالیت ایشان سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی می‌باشد؛ شامل نهادهایی که به تبدیل «دارایی به اوراق بهادار»<sup>۱۳</sup> یا سایر معاملات مالی اختصاص یافته‌اند.

اینکه در اینجا در بند آخر سرمایه‌گذاران نهادی که موضوع اصلی فعالیت ایشان سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی می‌باشد را به عنوان معیاری مستقل به موازات سایر معیارها مطرح نموده، خود دلالت بر این واقعیت دارد که در موارد مشمول سایر بندها اینکه موضوع اصلی فعالیت در ابزارهای مالی باشد ضروری نبوده و سرمایه‌گذاری به شکل تخصصی و حرفه‌ای مورد نظر می‌باشد.

البته معیارهای فوق مطلق نبوده و از یک سو در ادامه امکان اعراض از وصف حرفه‌ای و آثار آن و رفتار با این نهادها به مثابه سرمایه‌گذار غیرحرفه‌ای و در مقابل در خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری امکان بهره‌مندی از سطح بالاتر حمایت پیش‌بینی شده است. از سوی دیگر در بخش دوم ضمیمه، با عنوان «مشتریانی که با آن‌ها بنا به درخواست به عنوان مشتری حرفه‌ای رفتار می‌شود»<sup>۱۴</sup> این امکان که اشخاصی غیر از نهادهای فوق با درخواست خودشان از برخی حمایت‌های سرمایه‌گذاران خرد و غیرحرفه‌ای محروم و از این منظر همچون سرمایه‌گذاران حرفه‌ای با ایشان برخورد شود پیش‌بینی شده است و تشریفات قانونی و رویه اقدام در این زمینه تبیین گردیده است.

در ضمیمه E گزارش توسعه و تنظیم سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای نوظهور کمیته بازارهای نوظهور سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) مورخ ژوئن ۲۰۱۲،<sup>۱۵</sup> فراتر از دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا، در مقام تعریف سرمایه‌گذاران نهادی صراحتاً صندوق‌های ثروت حاکمیتی را به عنوان یکی از مصادیق این نوع سرمایه‌گذاران مطرح نموده است. مطابق تعریف مذکور:

«سرمایه‌گذاران نهادی سازمان‌هایی هستند که نسبت به تجارت حجم وسیعی از اوراق بهادار اقدام می‌نمایند. برخی از مثال‌ها عبارتند از صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه‌ای، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های وقفی و صندوق‌های ثروت حاکمیتی.»

این چنین می‌توان گفت دیدگاه تلقی صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در اسناد بین‌المللی مختلف به وضوح انعکاس یافته و مورد حمایت است. در این بستر، جز با وجود دلایل متقن و یا قواعد آمره ملی خاص، نمی‌توان این تلقی را نادیده انگاشت؛ زیرا عبور از این تلقی موجب ایجاد رویه ناهماهنگ با اسناد مذکور، که متصدی جریان هماهنگ‌سازی بین‌المللی می‌باشند، بوده و وصف پیش‌بینی‌پذیری سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها را به واسطه ابهام در قالب حقوقی آن‌ها تضعیف می‌نماید.

#### ۴. تعیین قالب حقوقی مناسب صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران با نگاهی بر اسناد بین‌المللی

در برخی از مقررات بورس اوراق بهادار با لحاظ دقت‌های ویژه در مفهوم و قلمرو نهادها و ارکان بازار سرمایه تنظیم و تدوین نگردیده است و در آن‌ها مسامحه و بعضاً اشتباه دیده می‌شود. در این میان یکی از موارد اشتباه در تلقی مفاهیم و قلمرو معنایی آن‌ها در ارتباط با مفهوم نهاد مالی، از منظر شمول آن بر صندوق بازنشستگی است. چنانکه مطابق بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار یکی از مصادیق نهادهای مالی صندوق بازنشستگی می‌باشد؛ این در حالی است که، نهادهای مالی به معنای نهادهایی است که کارکرد اصلی و ذاتی آن‌ها در بورس اوراق بهادار می‌باشد؛ تعبیر فعال در بند مذکور، البته با مسامحه، دلالت بر این امر می‌نماید. لذا با توصیفی که از هدف، موضوع و کارکرد اصلی صندوق بازنشستگی به عمل آمد، مبنی بر اینکه اولاً و ذاتاً ناظر بر صندوق‌های اصلی

12. Institutional Investor

13. Securitization of Asset

14. Clients Who May be Treated as Professionals on Request

15. Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets, Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions(Iosco), FR04/12 JUNE 2012. Available at:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>



بیمه اجتماعی می‌باشد که برای تأمین حقوق و مزایای بازنشستگی اقدام می‌کند و در این راستا مبادرت به اعمال سیستم بیمه شغلی با دریافت حق بیمه بازنشستگی شامل سهم بیمه‌شدگان، سهم کارفرمایان و دولت و مقرره‌ی ماه اول کارکنان می‌نماید، نمی‌توان آن را از زمره نهادهای مالی دانست. به‌ویژه آن که کارکرد نهادهای مالی در بازار اوراق بهادار کارکرد واسطه‌ای بین سرمایه‌گذاران، به عنوان ذینفعان اصلی، از یک سو و شرکت‌های ناشر از سوی دیگر (Ghasemi Hamed et al, 2013: 37) در موارد عرضه اولیه سهام و اوراق بهادار در بازار اولیه و بین خریداران و فروشندگان اوراق بهادار در موارد عرضه ثانویه سهام و اوراق بهادار در بازار ثانویه و همچنین بین بانی و خریداران اوراق مشارکت در موارد انتشار اوراق مشارکت رهنی (Abdi Pour Fard, 2012: 176) می‌باشد. بر همین اساس برخی نویسندگان حقوقی در توصیف نهادهای مالی به درستی تعبیر واسطه‌ها را نیز به‌کار برده‌اند. (Abdi Pour Fard, 2012: 96) تعبیر دیگری که در ارتباط با آن مسامحه در تعبیر به‌کار رفته است، مفهوم سرمایه‌گذارانه‌ی است که ناظر بر مشتری و دریافت‌کننده خدمات در بورس می‌باشد و نه نهادهای مالی فعال در آن؛ با وجود این، شامل نهادهای مالی واسطه در امر سرمایه‌گذاری در بورس همچون شرکت تأمین سرمایه و صندوق سرمایه‌گذاری نیز دانسته شده است.

به علاوه اینکه رویه تقنینی در تصویب «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» پس از قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و در سال ۱۳۸۸ دلالت بر حصری بودن مصادیق نهادهای مالی شناسایی شده در قانون بورس اوراق بهادار و قانون اخیر می‌نماید، اتخاذ دیدگاه صندوق ثروت حاکمیتی به مثابه نهاد مالی در بازار اوراق بهادار را غیرممکن می‌نمایاند. چون صندوق‌های مذکور در زمره نهادهای مالی شناسایی شده نیستند.

اگرچه مراتب فوق تلقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی به مثابه سرمایه‌گذاران نهادی و حرفه‌ای با لحاظ ملاحظات فوق را به مثابه دیدگاه مطلوب و مرجع می‌نمایند؛ با وجود این، مفهوم سرمایه‌گذارانه‌ی یا حرفه‌ای در نظام حقوقی کشورمان با تعریف اتخاذی در اتحادیه اروپا و سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌سکو) متفاوت است. در حالی که در نظام حقوقی کشورمان در مقررات حاکم بر بورس اوراق بهادار تعریفی از سرمایه‌گذارانه‌ی یا حرفه‌ای صورت نگرفته است؛ اما قدر متیقن اینکه چنانکه در مصوبه مورخ ۱۳۸۶-۶-۲۸ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار آمده سرمایه‌گذاران نهادی و حرفه‌ای منحصر به اشخاص حقوقی نبوده و اشخاص حقیقی را نیز شامل می‌شود. در این زمینه باید توجه نمود که تعبیر و وصف «نهادی» در توصیف سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در منابع حقوق داخلی و بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ظاهراً ریشه در ترجمه عبارت «Institutional Investor» از مقررات و منابع خارجی مشابه آنچه در اسناد سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌سکو) ذکر گردید، دارد. در اینجا اگرچه اصطلاح «Institutional» و عبارت «نهادی» در ترجمه آن را می‌توان ناظر بر عملکرد ساختاری و حرفه‌ای و تخصصی سرمایه‌گذاری حقیقی یا حقوقی هر دو دانست، ولی قدر متیقن اینکه از منظر لغوی دلالت آن بر صرف اشخاص حقوقی قوی‌تر است و از منظر اصطلاحی نیز کاربرد غالب آن در منابع خارجی در ارتباط با اشخاص مذکور است؛ لذا باید از استفاده از تعبیر مذکور اجتناب نمود و در توصیف این دسته از سرمایه‌گذاران به صرف استفاده از عبارت «حرفه‌ای» بسنده نمود.

این چنین بر مبنای ملاحظات فوق تردیدی باقی نمی‌ماند که صندوق‌های ثروت حاکمیتی سرمایه‌گذار حرفه‌ای به مفهوم مورد نظر در نظام حقوقی کشورمان می‌باشند. اثر مهم این تلقی از یک سو انعطاف در قابلیت حضور این صندوق‌ها در بازار سرمایه و از سوی دیگر بهره‌مندی آن‌ها از مقررات حمایتی در حدود مطلوب و همسو با ترجیحات اقتصادی و توسعه‌ای کشور می‌باشد. زیرا دیگر نه حضور آن‌ها به مثابه نهاد مالی در گرو طی مراحل پیچیده و اخذ مجوزهای مرتبط در این زمینه است و نه آن که به مثابه سرمایه‌گذار خرد از امتیازات حمایتی خاص همچون حقوق مصرف‌کننده بهره‌مند می‌باشند. حد فاصل این دو سرمایه‌گذارانی حرفه‌ای هستند که از امکان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران در قبال حد معقول و معتدلی از حمایت بهره‌مند می‌باشند.

## نتایج

۱. صندوق‌های ثروت حاکمیتی دارای سه ویژگی اساسی هستند: تأمین سرمایه توسط دولت، اداره صندوق در راستای منافع دولت و نقش آفرینی در اهداف عمومی و کلان اقتصادی. این چنین در تعریف آن‌ها باید گفت:

«صندوق‌ها و ترتیبات سرمایه‌گذاری، که به صورت مستقیم و یا با واسطه متعلق به دولت متبوع خویش و همچنین تحت نظارت آن هستند و با عملیات سرمایه‌گذاری نسبت به منابع مالی تأمین شده از سوی دولت مذکور، در چارچوب مدل‌ها و یا راهبردهای تعیین



شده از سوی آن، در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم و یا غیرمستقیم، و در قلمرو داخلی و یا خارجی، اهداف عمومی و یا کلان اقتصادی مورد نظر آن دولت را محقق می‌نمایند.».

۲. در ارتباط با ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی به‌طور کلی باید توجه نمود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری طرح‌هایی برای سرمایه‌گذاری جمعی هستند که با عرضه سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری به عموم، اقدام به جمع‌آوری و تأمین سرمایه می‌کنند. این در حالی است که، اگر بخواهیم صندوق ثروت حاکمیتی را به‌عنوان یک صندوق دولتی با اهداف خاص، از منظر ماهیت وظایف و مسئولیت‌های خود، یک نهاد مالی تلقی کنیم، باید آن را به‌مثابه یک مؤسسه مالی انحصاری در نظر بگیریم. بر این اساس، باید به تفاوت ماهوی میان صندوق‌های ثروت حاکمیتی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تلقی آن‌ها با مثابه مؤسسه مالی انحصاری اذعان نمود. همچنین بر مبنای آن که صندوق ثروت حاکمیتی در راستای منافع انحصاری دولت متبوع آن اقدام به خدمات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به‌ویژه در ترتیبات پورتفولیو می‌نماید و با توجه به سایر جهاتی که ذکر گردید باید آن را شبیه به شرکت سرمایه‌گذاری در کشور میزبان سرمایه دانست، و نه به مثابه سرمایه‌گذاری جمعی در اوراق بهادار قابل انتقال. به علاوه با توجه به سبک و روش سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی، این نوع صندوق‌ها دارای تفاوت اساسی با اشکال سنتی ترتیبات ذخایر ارزی بوده و در مقابل، قابل انطباق با ترتیبات اداره دارایی خصوصی می‌باشد. در نهایت اینکه صندوق‌های بازنشستگی از منظر ماهیت و کارکرد متفاوت و متمایز از صندوق‌های ثروت حاکمیتی بوده و در نهایت امر موضوع اصلی و مستقیم صندوق اخیر عملیات سرمایه‌گذاری بوده و این امر تلقی آن‌ها به مثابه صندوق بازنشستگی را منتفی می‌نماید.

۳. در ارتباط با ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی در ایران، یا همان صندوق توسعه ملی، با توجه به نقش ویژه دولت در رکن تصمیم‌گیرنده و همچنین رکن اداره‌کننده و حضور آن در رکن نظارت و بازرسی بر صندوق و سایر مفاد ماده ۱۶ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور باید اذعان نمود که صندوق مذکور به مثابه مجموعه دارایی‌های متعلق به دولت و فاقد شخصیت حقوقی مستقل می‌باشد. در ارتباط با ماهیت حقوقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران بر مبنای سکوت مقنن ایرانی و همسو با نظام مالی بین‌المللی نباید ماهیت حقوقی صندوق مذکور را عاملی مؤثر در سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران و تعیین وضعیت حقوقی آن در نظام حقوقی کشورمان دانست و از اعمال آثار مرتبط با استقلال یا عدم استقلال حقوقی این صندوق‌ها از دولت متبوع خویش تا حد امکان صرف‌نظر نمود.

۴. در ارتباط با تحلیل و ارزیابی قالب‌های حقوقی احتمالی برای صندوق ثروت حاکمیتی خارجی در بازار سرمایه ایران مفهوم عام نهادهای مالی در بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و همچنین مصوبه مورخ ۶-۲۸-۱۳۸۶ هیأت مدیره بورس اوراق بهادار به عنوان مبانی تلقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه نهاد مالی تحلیل و ارزیابی گردید و در نهایت آشکار گردید که بنا به جهات متعددی این تلقی در نظام حقوقی ایران مردود و غیرممکن می‌نماید. از یک سو رویه تقنینی در تصویب «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» پس از قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و در سال ۱۳۸۸ و همچنین ماده ۲ قانون مذکور و مواد قانونی مورد ارجاع در آن، یعنی بند ۱ ماده ۱۴ «قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن» مصوب ۱۳۸۷ در ارتباط با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق بازنشستگی موضوع بند ۱۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بند ۲۰ ماده مذکور در ارتباط با صندوق سرمایه‌گذاری و در نهایت «سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند» دلالت بر حصری بودن مصادیق نهادهای مالی شناسایی شده در قانون بورس اوراق بهادار و قانون اخیر می‌نماید. از سوی دیگر مقرر ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار و به تبع آن «دستورالعمل شناسایی و ثبت نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار نزد سازمان» مانع از شمول مفهوم نهادهای مالی به صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی است؛ چون تحقق شرایط مورد نظر در ماده ۲۸ مذکور و همچنین مواد ۵ و ۲ (بند) دستورالعمل در مورد صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی متصور نیست و لذا ثبت آن‌ها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان شرط فعالیت در بازار اوراق بهادار، غیرممکن می‌نماید. مگر آن که سابقه سرمایه‌گذاری در صدر ماده و بند ۲ به شکل موردنظر در خارج از کشور کافی دانسته شود که بسیار بعید می‌نماید.

در نهایت اینکه در ارتباط با شرکت سرمایه‌گذاری اگر چه در بدو امر مفهوم بند ۲ ماده ۵ دستورالعمل فوق با آن دسته از صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی که در قالب شرکت دولتی فعالیت می‌نمایند منطبق به نظر می‌رسد؛ اما بر مبنای الزامات کلی ناظر بر نهادهای مالی به شرح فوق محدودیت در اینجا نیز صدق می‌نماید. در اینجا اگرچه مطابق دستورالعمل مذکور در ظاهر امر زمینه برای حضور



صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در موارد خاص فراهم گردیده است، اما برخلاف ظاهر مذکور مفاد دستورالعمل مذکور در این زمینه با الزام ثبت و اخذ مجوز مندرج در مقرره صریح ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه و ماده ۳۶ قانون احکام دائمی توسعه در تعارض است. به علاوه صرف‌نظر از تعارض صریح این استثناء با مقررات ذکر شده، صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به هیچ عنوان حاضر به قبول الزامات فوق برای معافیت از ثبت نخواهند شد.

۵. در ارتباط با نظریه صندوق ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه سرمایه‌گذار نهادی و حرفه‌ای نیز بر مبنای مفهوم ارائه شده از سرمایه‌گذار توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌سکو)، اینکه موضوع و کارکرد اصلی صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی عملیات سرمایه‌گذاری بوده و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بخش عمده سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های مذکور را تشکیل می‌دهد، بند ۴ ماده ۴ دستورالعمل EU/2011/61 و ضمیمه ۲ دستورالعمل EC/2004/39، تلقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی تأیید و تقویت می‌گردد. در این میان سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌سکو) فراتر از این موارد در مقام تعریف سرمایه‌گذار نهادی صراحتاً صندوق‌های ثروت حاکمیتی را به عنوان یکی از مصادیق این نوع سرمایه‌گذاران مطرح نموده و هرگونه تردید در این زمینه را زائل نموده است. لازم به ذکر است تعبیر و وصف «نهادی» در توصیف سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در منابع حقوق داخلی و بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ظاهراً ریشه در ترجمه عبارت «Institutional Investor» از مقررات و منابع خارجی مشابه آنچه در اسناد سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آی‌سکو) ذکر گردید، دارد. در اینجا اگرچه اصطلاح «Institutional» و عبارت «نهادی» در ترجمه آن را می‌توان ناظر بر عملکرد ساختاری و حرفه‌ای و تخصصی سرمایه‌گذاری حقیقی یا حقوقی هر دو دانست؛ ولی قدر متیقن اینکه از منظر لغوی دلالت آن بر صرف اشخاص حقوقی قوی‌تر است و از منظر اصطلاحی نیز کاربرد غالب آن در منابع خارجی در ارتباط با اشخاص حقوقی است؛ لذا باید از استفاده از تعبیر مذکور اجتناب نمود و در توصیف این دسته از سرمایه‌گذاران به صرف استفاده از عبارت «حرفه‌ای» بسنده نمود.

### پیشنهادهای

۱. با توجه به اینکه دیدگاه تلقی صندوق ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در اسناد بین‌المللی مرتبط به وضوح انعکاس یافته و مورد حمایت واقع گردیده، جز با وجود دلایل متقن و یا قواعد آمره ملی خاص نباید این تلقی را نادیده انگاشت؛ زیرا عبور از این تلقی موجب ایجاد رویه ناهماهنگ با اسناد مذکور، که متصدی جریان هماهنگ‌سازی بین‌المللی می‌باشند، بوده و وصف پیش‌بینی‌پذیری سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها را به واسطه ابهام در قالب حقوقی آن‌ها تضعیف می‌نماید. این چنین در مقررات مرتبط می‌بایست از یک سو صندوق ثروت حاکمیتی خارجی به مثابه سرمایه‌گذاری حرفه‌ای شناسایی گردد و از سوی دیگر شخصیت حقوقی مستقل یا غیرمستقل صندوق از دولت متبوع خویش و همچنین معیار تجاری بودن یا حاکمیتی بودن موضوع فعالیت در این تلقی فاقد تأثیر و اثر تمایز بخش دانسته شود. البته این امر از سایر جهات دارای تفاوت اثر خواهد بود که در ادامه آمده است.

۲. بر مبنای آن که صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی سرمایه‌گذار حرفه‌ای به مفهوم مورد نظر در نظام حقوقی کشورمان می‌باشند، در عمل می‌بایست از یک سو انعطاف در قابلیت حضور آن‌ها در بازار سرمایه و از سوی دیگر بهره‌مندی آن‌ها از مقررات حمایتی در حدود مطلوب و همسو با ترجیحات اقتصادی و توسعه‌ای کشور صورت گیرد؛ به گونه‌ای که نه حضور آن‌ها به مثابه نهاد مالی در گرو طی مراحل پیچیده و اخذ مجوزهای مرتبط در این زمینه باشد و نه آن که به مثابه سرمایه‌گذار خرد از امتیازات حمایتی خاص همچون حقوق مصرف‌کننده بهره‌مند شوند. حد فاصل این دو صندوق ثروت حاکمیتی سرمایه‌گذارانی حرفه‌ای بوده که از امکان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران در قبال حد معقول و معتدلی از حمایت بهره‌مند باشند.

۳- امروزه تأمین مالی از طریق جذب سرمایه خارجی یکی از اولویت‌های حیاتی در توسعه اقتصادی کشورهای در حال توسعه می‌باشد (Sadeghi et al, 2020: 179). در این میان یکی از روش‌های تأمین مالی عرضه اوراق بهادار مرتبط با پروژه می‌باشد. با توجه به ماهیت دولتی صندوق‌های ثروت حاکمیتی باید ملاحظات چندی را برای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در این زمینه قائل گردید. بدیهی است که نمی‌توان سرمایه‌گذاران خصوصی و دولتی را در این زمینه تابع قواعد یکسان دانست. در این میان محدودیت‌های ماده ۲ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی در این زمینه کارآمد نبوده و چنانکه در ماده ۴ این قانون نیز آمده (Shiravi, 2019: 514)



وضع قواعد مستقل در این زمینه ضروری است. اما مقرر ماده ۴ در این زمینه نیز خود نیازمند اصلاح بوده و می‌بایست به موازات مفهوم شرکت دولتی، که مبتنی بر استقلال شخصیت حقوقی سرمایه‌گذاران دولت متبوع آن می‌باشد، اصطلاح عام «نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به دولت» نیز به کار رود. همچنین در این زمینه تمایز میان صندوق‌های ثروت حاکمیتی در مقام اعمال فعالیت تجاری و یا حاکمیتی نیز می‌بایست مورد توجه واقع گردد. لذا در نهایت توصیه می‌گردد متن ماده ۴ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی به شکل ذیل اصلاح گردد:

«سرمایه‌گذاری خود دولت یا دولت‌های خارجی در جمهوری اسلامی ایران حسب مورد منوط به تصویب مجلس شورای اسلامی می‌باشد. با وجود این، سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های دولتی خارجی و همچنین نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به دولت یا دولت‌های خارجی، مادامی که از زمره اعمال حاکمیتی نباشد، خصوصی تلقی می‌گردد.»

#### References

- Abdi Pour Fard, E. (2012). *Analytical Discussions on Commercial Law (Commercial Papers, Stock Exchange and Securities, Business Rights)*. Qom: Research Institute of Hawzah and University Press. (In Persian).
- Andras, K. (2021). The Legal Background of Sovereign Wealth Funds and Their Role in National Economics. *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 18(1), 141-158.
- Bjorn Roste, O. (2021). *Norway's Sovereign Wealth Fund Sustainable Investment of Natural Resource Revenues*. Springer.
- Capapé Aguilar, J. (2021). Sovereign Wealth Funds 2021 Changes and challenges accelerated by the Covid-19 Pandemic. IE University Center for Governance of Change et ICEx-Invest in Spain. Available at: <https://docs.ie.edu/cgc/SWF%202021%20IE%20SWR%20CGC%20-%20ICEx-Invest%20in%20Spain.pdf>
- Capapé Aguilar, J. (2023). Sovereign Wealth Funds 2023 Investing in a Different World Order. IE University Center for Governance of Change et ICEx-Invest in Spain. Available at: [https://static.ie.edu/CGC/2023\\_Sovereign\\_Wealth\\_Funds\\_Report.pdf](https://static.ie.edu/CGC/2023_Sovereign_Wealth_Funds_Report.pdf)
- Commission of the European Communities. (2008). A common European approach to Sovereign Wealth Funds. Brussels, COM(2008) 115 final. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/PDF/?uri=CELEX:52008DC0115>
- Economic Affairs Department of Iran Chamber of Commerce, Industries, Mines and Agriculture. (2019). *National Development Fund*. Researcher: Zahra Mohammadi. Economic Research and Studies Center, Tehran. (In Persian).
- Economic Studies Office of the Islamic Parliament Research Center. (2012). *Performance of Mutual Investment Funds in Iran*. Islamic Parliament Research Center, Tehran. (In Persian).
- Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (Iosco). (2012). *Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets*. International Organization of Securities Commissions. Available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>
- European Commission. (2008). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, COM (2008) 115 final. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0115:FIN:EN:PDF>
- European Parliament. (2011). *Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061>
- Ghasemi Hamed, A., & Barari Chenari, Y. (2021). Examining the Concept of Consumer in the Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 24(93), 119-142. (In Persian).
- Ghasemi Hamed, A., & Bagheri Motlagh, N. (2013). Rules Governing Foreign Investor Activities in the Country's Capital Market. *Legal Research Journal*, 62, 9-74. (In Persian).
- Gordon, L. C., & Monk, A. H. B. (2010). The legitimacy and governance of Norway's sovereign wealth fund: the ethics of global investment. *Environment and Planning A*, 42, 1723-1738.
- International Monetary Fund. (2007). *Global Financial Stability Report Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*.



- Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2007-Financial-Market-Turbulence-Causes-21125>
16. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. (2008). Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles". The International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF). Available at: [https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)
  17. Iran Chamber of Commerce Money and Capital Market Commission. (2018). Comparative Study of National Wealth Funds in Iran and Selected Countries. Secretariat of Iran Chamber of Commerce Specialized Commissions, Tehran. (In Persian).
  18. Mak, C. H. W., & Law, S. W. (2022). Sovereign Wealth Funds and National Security-Three Purposes of Regulations and beyond. King's Student Law Review, 12, 58-76.
  19. Mezzacapo, S. (2009). The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision. European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications. Available at: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication15064\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15064_en.pdf)
  20. Rasheed, S., Adeneye, Y., & Kosnin, R. (2023). Sovereign wealth fund investments and financial performance of target firms: The disciplinary role of debt in political agenda theory. Heliyon, 9, 1-16.
  21. Rose, P. (2023). Regulating Strategic Sovereign Wealth. Brigham Young University Law Review, 48(4), 1345-1414.
  22. Sadeghi, M., & Darabpour, M. (2020). General Rules Governing Government Obligations to Foreign Investors in B.O.T Contracts. Business Research Journal, 25(97), 177-206. (In Persian).
  23. School of Economic Law, Shahid Beheshti University Faculty of Law, Economic Law Group. (2019). Capital Market Law in the Light of Economic Law (Proceedings of the First National Conference on Capital Market Law) (2nd ed.). Tehran: Mizan Legal Foundation. (In Persian).
  24. Sharma, R. (2017). Sovereign Wealth Funds Investment in Sustainable Development Sectors. Available at: [https://www.un.org/esa/ffd/high-level-conference-on-ffd-and-2030-agenda/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/Background-Paper\\_Sovereign-Wealth-Funds.pdf](https://www.un.org/esa/ffd/high-level-conference-on-ffd-and-2030-agenda/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/Background-Paper_Sovereign-Wealth-Funds.pdf)
  25. Shiravi, A. (2019). International Trade Law (11th ed.). Tehran: SAMT (Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities). (In Persian).
  26. Ussama, M. (2021). Sovereign Wealth Funds and Investor-State Dispute Settlement: Examining Questions of ICSID's Jurisdiction and the Impact of Investment-Treaty Arbitration. Arbitration Brief, 7(1), 11-66.