

## سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار (پورتفولیو): رویکرد دیوان‌های

### داوری و معاهدات سرمایه‌گذاری

حمید رضا نیکبخت<sup>۱</sup>

فرهاد پیری<sup>۲</sup>

#### چکیده

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار (پورتفولیو) که به عنوان سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار سرمایه‌ای و همچنین اوراق بهادار بدهی (و نه اوراق مشتقه) شناخته می‌شود، نوع خاصی از سرمایه‌گذاری است که صرفاً با هدف کسب سود و بدون ایجاد منافع بلندمدت و مدیریت ناشر اوراق بهادار صورت می‌پذیرد. آنچه مزایا و معایب این نوع از سرمایه‌گذاری محل بحث بوده و تاکنون حل نشده باقی مانده است، بیشتر معاهدات سرمایه‌گذاری با بیان تعریف گسترده‌ای از «سرمایه‌گذاری» (مانند «هرگونه مشارکت در شرکت‌ها»)، شامل سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز می‌شوند؛ در نتیجه صرف اشاره به منافع سرمایه‌گذار یا مشارکت ایشان در شرکت‌ها، به معنای لازم دانستن «مدیریت» بر شرکت مزبور نیست. در واقع، سهامداران اقلیت نیز به طور کلی تحت حمایت معاهدات بین‌المللی سرمایه‌گذاری نیز می‌باشند و دیوان‌های داوری از این رویکرد حمایت نموده‌اند. در دیوان‌های داوری ایکسید، اجماع رو به رشدی مبنی بر تلقی «تعهد به تأمین منابع»، «مدت زمان» و «ریسک (خطر)» به عنوان معنای مشترک ذاتی کلمه سرمایه‌گذاری و همچنین عناصر مفهوم «سرمایه‌گذاری» وجود دارد؛ در این رابطه به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز مشمول ماده (۱) ۲۵ عهدنامه ایکسید به عنوان نوعی از «سرمایه‌گذاری» خواهد بود. هرچند آرای داوری اخیر ایکسید، موجب نگرانی فزاینده‌ای در خصوص نحوه حمایت از سرمایه‌گذاری پورتفولیو (به ویژه اوراق بهادار دولتی) گردیده است. این مقاله پس از تحلیل رویکرد دیوان‌های داوری و معاهدات سرمایه‌گذاری، مشخصاً دو پیشنهاد اصلی را برای اصلاح معاهدات سرمایه‌گذاری مطرح می‌نماید: (یک) سرمایه‌گذاری پورتفولیو صریحاً از قلمرو شمول معاهدات سرمایه‌گذاری دو و چندجانبه مستثنی گردد؛ (دو) عناصر عینی مفهوم سرمایه‌گذاری یعنی تعهد به تأمین منابع، مدت زمان، ریسک (خطر) و کمک به توسعه کشور میزبان صریحاً در متن معاهدات قید گردد.

**واژگان کلیدی:** حقوق سرمایه‌گذاری بین‌المللی؛ مفهوم سرمایه‌گذاری؛ سرمایه‌گذاری پورتفولیو؛

اوراق بهادار سرمایه‌ای؛ اوراق بهادار بدهی؛ عهدنامه ایکسید

**طبقه‌بندی موضوعی: K22**

۱- استاد حقوق دانشگاه شهید بهشتی

۲- کارشناسی ارشد حقوق تجارت بین‌الملل دانشگاه شهید بهشتی

## مقدمه

«سرمایه‌گذاری» در ساده‌ترین تعریف، به معنای تأمین منابع جهت کسب سود است؛<sup>۱</sup> لیکن این اصطلاح گاهی به معنای «فرآیند» سرمایه‌گذاری (برای مثال عملیات خرید سهام یک شرکت) و گاهی به معنای «اموال» تحصیل شده از طریق سرمایه‌گذاری (یعنی خود سهام خریداری شده) به کار می‌رود.<sup>۲</sup> با وجود این امروزه تقریباً تمامی عهدنامه‌های دوجانبه حمایت از سرمایه‌گذاری نه تنها حاوی تعریفی از مفهوم سرمایه‌گذاری در معنای «اموال» تحصیل شده می‌باشد، بلکه تعاریف ارائه شده نیز دارای خصوصیات مشترکی است به نحوی که غالباً مجموعه‌ای از حقوق نوعی و معمولی (همچون اقسام مشارکت در شرکت‌ها) را به عنوان مصادیق غیراحصایی سرمایه‌گذاری ذکر نموده‌اند.<sup>۳</sup>

متن نمونه موافقت‌نامه‌های دوجانبه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری ایران (من بعد «متن نمونه موافقت‌نامه ایران»)<sup>۴</sup> نیز در ماده یک و در قسمت تعریف اصطلاح «سرمایه‌گذاری»، صرفاً از «سهام یا هر نوع مشارکت در شرکت‌ها» به عنوان یکی از مصادیق سرمایه‌گذاری نام برده است، هر چند که این متن در مقایسه با متن نمونه برخی از کشورها، به صورت مضیق‌تری تنظیم شده است.<sup>۵</sup> بسیاری

<sup>۱</sup> - Ambiente Ufficio v Argentine (ICSID Case No ARB/08/9, Decision on Jurisdiction, 8 Feb 2013) 456; Alpha v Ukraine (ICSID Case No ARB/07/16, Award, 8 Nov 2010) 308; MHS v Malaysia (ICSID Case No ARB/05/10, Decision on Annulment, 16 Apr 2009) 57.

<sup>۲</sup> - Quiborax v Bolivia (ICSID Case No ARB/06/2, Decision on Jurisdiction, 27 Sep 2012) 233; Abaclat v Argentine (ICSID Case No ARB/07/5, Decision on Jurisdiction, 4 Aug 2011) 346; Jeswald Salacuse, The Law of Investment Treaties (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2015) 26; Christopher Dugan & Others, Investor-State Arbitration (Oxford University Press 2011) 247-8.

<sup>۳</sup> - UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements II: Scope and Definition (United Nations Publication 2011) 5, 21-2; UNCTAD, Bilateral Investment Treaties 1995-2006: Trends in Investment Rulemaking (United Nations Publication 2007) 7- 13; Christoph Schreuer & Others, The ICSID Convention: A Commentary (2<sup>nd</sup> edn, Cambridge University Press 2009) 122-3.

<sup>۴</sup> . برای مشاهده این متن ببینید: «اجازه امضای موقت موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت‌های لبنان، سوریه، چین، آفریقای جنوبی، اندونزی، تایلند، نیوزیلند، هندوستان، قطر، امارات متحده عربی، اردن، ازبکستان، کویت، کره جنوبی، مالزی، ترکیه، عمان، اسلواک و فدراسیون روسیه به وزارت امور اقتصادی و دارایی» (مصوب ۱۳۷۶/۰۷/۳۰ هیأت وزیران)؛ «اجازه امضای موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران با هر کدام از دولت‌های ژاپن، ایتالیا، اسپانیا، فنلاند، سوئد، یونان، رومانی، کره شمالی، جمهوری فدرال یوگسلاوی، جمهوری چک، تونس و سودان به وزارت امور اقتصادی و دارایی» (مصوب ۱۳۷۷/۰۶/۱۱ هیأت وزیران)؛ «اجازه امضای موقت موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت‌های استرالیا، ایرلند، آرژانتین، اسلونی، آلبانی و اتیوپی» (مصوب ۱۳۷۸/۰۴/۳۰ هیأت وزیران)؛ نام شماره ۲۰۷۲۱ مورخ ۱۳۷۹/۰۵/۲۲ و اصلاحیه‌های شماره ۱۸۹۲۸ مورخ ۱۳۸۰/۰۵/۱۰ و شماره ۳۹۴۶۳ مورخ ۱۳۹۰/۰۲/۲۵ معاونت حقوقی رییس‌جمهور.

<sup>۵</sup> - به عنوان مثال معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ایالات متحده آمریکا (۲۰۱۲) در ماده یک مقرر داشته است: «سرمایه‌گذاری عبارت است از هر نوع دارایی که یک سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیرمستقیم در تملک یا کنترل خود دارد که مشخصات یک

از موافقت‌نامه‌های تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری منعقد شده توسط ایران نیز (که از این متن نمونه الهام گرفته‌اند)، حاوی همین عبارت می‌باشد،<sup>۱</sup> که در مواردی عبارت «حقوق مربوط به آن‌ها» نیز به انتهای آن‌ها اضافه گردیده است.<sup>۲</sup> همچنین در مواردی نیز مصداق «سهم‌الشرکه»، «اوراق قرضه» و «اوراق بهادار» به عبارت «سهم یا هر نوع مشارکت در شرکت‌ها» اضافه شده است.<sup>۳</sup>

علی‌رغم ساده بودن نحوه تنظیم متن نمونه موافقت‌نامه ایران، امروزه موضوع سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار ابعاد گسترده و پیچیده‌ای یافته است و به همین دلیل از یک سو به نظر می‌رسد که معاهدات دو و چندجانبه منعقد شده در آینده، به نحو بسیار دقیق‌تر و مفصل‌تری در خصوص موضوع سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار تنظیم گردد؛<sup>۴</sup> و از سوی دیگر، حمایت از سهامداران در حوزه حقوق

---

سرمایه‌گذاری را داشته باشد، از جمله تعهد به تأمین سرمایه یا منابع دیگر، انتظار سود و منفعت یا فرض وجود خطر (ریسک). سرمایه‌گذاری می‌تواند در اقسام ذیل صورت پذیرد: (الف) شرکت؛ (ب) سهام، سهم‌الشرکه و دیگر اشکال مشارکت سرمایه‌ای در یک شرکت؛ (ج) اوراق قرضه با پشتوانه دارایی، اوراق قرضه بدون پشتوانه دارایی و دیگر اوراق بهادار بدهی و وام‌ها؛ (د) آتی‌ها، اختیارات و دیگر مشتقات [...]». همچنین ببینید:

Chester Brown (ed), *Commentaries on Selected Model Investment Treaties* (Oxford University Press 2013) 764-74.

۱. برای مثال موافقت‌نامه‌های منعقد شده با کشورهای ارمنستان (۱۳۷۵)، پاکستان (۱۳۷۶)، لبنان (۱۳۷۹)، لهستان (۱۳۷۹)، آفریقای جنوبی (۱۳۷۹)، سوئد (۱۳۷۹)، بنگلادش (۱۳۸۰)، گرجستان (۱۳۸۰)، سوئیس (۱۳۸۰)، مغرب (۱۳۸۰)، قطر (۱۳۸۰)، سوریه (۱۳۸۱)، عمان (۱۳۸۱)، فرانسه (۱۳۸۲)، فنلاند (۱۳۸۲)، کره (۱۳۸۲)، رومانی (۱۳۸۲)، ازبکستان (۱۳۸۲)، کرواسی (۱۳۸۲)، تاجیکستان (۱۳۸۲)، الجزایر (۱۳۸۳)، ونزوئلا (۱۳۸۴)، یونان (۱۳۸۶)، افغانستان (۱۳۸۶)، اندونزی (۱۳۸۶)، اریتره (۱۳۸۸)، قبرس (۱۳۸۸)، ویتنام (۱۳۸۹)، کومور (۱۳۹۱) و گینه بیسائو (۱۳۹۱).

۲. rights related thereto) برای مثال موافقت‌نامه‌های منعقد شده با کشورهای قزاقستان (۱۳۷۶)، بوسنی و هرزگوین (۱۳۷۹)، یمن (۱۳۷۹)، قرقیزستان (۱۳۸۲)، ترکمنستان (۱۳۸۲) و زیمبابوه (۱۳۸۶).

۳. در خصوص «سهم‌الشرکه» (سهام) (stocks) ببینید: موافقت‌نامه‌های منعقد شده با کشورهای مقدونیه (۱۳۸۰)، ترکیه (۱۳۸۰)، بلغارستان (۱۳۸۲) و سوئد (۱۳۸۶). همچنین در خصوص «اوراق قرضه» (debentures/bonds) ببینید: موافقت‌نامه‌های منعقد شده با کشورهای اسپانیا (۱۳۸۲)، اوکراین (۱۳۸۲)، بحرین (۱۳۸۲)، چین (۱۳۸۳)، اتیوپی (۱۳۸۵)، سریلانکا (۱۳۸۷) و غنا (۱۳۹۱)؛ در رابطه با «اوراق بهادار» (securities) ببینید: موافقت‌نامه‌های منعقد شده با کشورهای اتریش (۱۳۸۲)، ایتالیا (۱۳۸۲) و آلمان (۱۳۸۲).

۴. در این خصوص «قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین ایران و اسلواک» مصوب ۱۳۹۵/۰۸/۲۵ (من بعد «موافقت‌نامه سرمایه‌گذاری ایران - اسلواک»)، قابل توجه است. همچنین می‌توان به ماده ۹، ۱۶ و ۲۰ «مشارکت دو سوی اقیانوس آرام» (TPP) (که تاکنون لازم‌الاجرا نشده است) و ماده (۲) از فصل دوم پیمان «مشارکت تجاری و سرمایه‌گذاری دو سوی اقیانوس اطلس» (TIP) (در حال مذاکره) نیز اشاره نمود. همچنین ببینید:

Tania Voon (ed), *Trade Liberalisation and International Co-operation: A Legal Analysis of the Trans-Pacific Partnership Agreement* (Edward Elgar Publishing 2013) 206.

سرمایه گذاری بین‌المللی نیز، موضوع مطالعات گسترده‌تری قرار گیرد و از جنبه‌های گوناگونی تحلیل و بررسی شود.<sup>۱</sup>

در همین رابطه، مطالعه و بررسی سرمایه‌گذاری خارجی در سید اوراق بهادار (من بعد، «سرمایه‌گذاری پورتفولیو» یا «پورتفولیو») نیز جزو جدیدترین موضوعات مورد مناقشه در حوزه حقوق بین‌الملل سرمایه‌گذاری است که (فارغ از تأثیرات مثبت یا منفی آن بر اقتصاد هر کشور)<sup>۲</sup> مخالفت با شمول عهدنامه‌ها نسبت به این نوع از سرمایه‌گذاری نیز در حال گسترش است به نحوی که کنفرانس تجارت و توسعه سازمان ملل متحد (آنکتاد) نیز صریحاً پیشنهاد نموده است که (اولاً) مصادیق مفهوم «سرمایه‌گذاری» در معاهدات دوجانبه به صورت حصری تعریف گردد و (ثانیاً) سرمایه‌گذاری پورتفولیو (در قالب سهام یا برخی اوراق بدهی) نیز صریحاً از قلمرو شمول معاهدات دوجانبه مستثنی گردد.<sup>۳</sup> همچنین علاوه بر این پیشنهادات، امروزه تلاش در جهت نظام‌مند ساختن نحوه برخورد با نکول دولت‌ها در پرداخت اوراق بهادار بدهی نیز در حال افزایش است.<sup>۴</sup>

۱ - David Gaukrodger, 'Investment Treaties and Shareholder Claims: Analysis of Treaty Practice' (OECD Working Papers on International Investment, No 2014/03, OECD Publishing); David Gaukrodger, 'Investment Treaties and Shareholder Claims for Reflective Loss: Insights from Advanced Systems of Corporate Law' (OECD Working Papers on International Investment, No 2014/02, OECD Publishing); David Gaukrodger, 'Investment Treaties as Corporate Law: Shareholder Claims and Issues of Consistency; A Preliminary Framework for Policy Analysis' (OECD Working Papers on International Investment, No 2013/3, OECD Investment Division).

۲ - Muthucumaraswamy Sornarajah, *The International Law on Foreign Investment* (3rd edn, Cambridge University Press 2010) 196; Muthucumaraswamy Sornarajah, 'Portfolio Investment and the Definition of Investment' 24(2) *ICSID Review: Foreign Investment Law Journal* (2009) 516, 516-20; Kimberly Evans, 'Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementary, Differences and Integration', in OECD Global Forum on International Investment, *Attracting International Investment for Development* (OECD 2003) 103-11.

محمد هاشمی‌نژاد، «بورس و سرمایه‌گذاری خارجی»، ماهنامه بورس، شماره ۱۰۴ و ۱۰۵ (مهر و آبان ۱۳۹۲)، ص ۶.

۳ - UNCTAD, *Scope and Definition* (n 3) 5-6, 29; John Anthony VanDuzer & Others, *Integrating Sustainable Development into International Investment Agreements: A Guide for Developing Country Negotiators* (Commonwealth Secretariat 2013) 57.

۴ - United Nations General Assembly resolution 69/319, *Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes* (A/RES/69/319, 29 Sept 2015) <undocs.org>; Antonis Bredimas & Others, 'The Legal Contours of Sovereign Debt Restructuring under the UNCTAD Principles: Antagonism and Convergence between Standards of Domestic Insolvency Law and International Investment Protection Law' in: Carlos Espósito & Others (eds), *Sovereign Financing and International Law: The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing* (Oxford University Press 2013) 135-63.

اين مقاله با بررسي آراي داوري صادره از مرکز بين‌المللي حل و فصل اختلافات سرمايه‌گذاري (ايکسید)،<sup>۱</sup> رويکرد ديوان‌هاي داوري در تفسير مفهوم «سرمايه‌گذاري» را به منظور ارزيايي امکان شمول قلمرو عهدنامه‌هاي سرمايه‌گذاري نسبت به سرمايه‌گذاري پورتفوليو بررسي خواهد کرد. دليل بررسي آراي اين ديوان عبارت است از: (اولاً) گفته شده است که اصطلاح سرمايه‌گذاري داراي يک معنای ذاتي بوده که قابل چشم پوشي نيست و از اين رو، داراي معنای يکساني در متن عهدنامه ايکسید و خارج از آن است؛<sup>۲</sup> به همين دليل ممکن است ساير ديوان‌هاي داوري نيز در تعيين مفهوم «سرمايه‌گذاري» به آراي ايکسید استناد نمايند. (دوماً) اگرچه ديوان‌هاي داوري مکلف به تبعيت از آراي صادره قبلي نيستند، با اين وجود اصولاً استدلال‌هاي آراي گذشته را مورد توجه قرار مي‌دهند؛<sup>۳</sup> از اين رو نحوه تفسير مفهوم «سرمايه‌گذاري» در آراي سابق، در آراي صادره آينده نيز بي‌تأثير نخواهد بود؛ (سوماً) تقريباً دو سوم اختلافات ميان سرمايه‌گذاران و دولت‌ها از طريق ايکسید حل و فصل مي‌شود.<sup>۴</sup>

مقاله حاضر در دو قسمت به تحليل موضوع خواهد پرداخت؛ در قسمت اول «عناصر سرمايه‌گذاري و مفهوم سرمايه‌گذاري پورتفوليو» مورد بررسي قرار خواهد گرفت که در ذيل آن و در قالب دو بخش، به ترتيب «عناصر سرمايه‌گذاري» و همچنين «مفهوم سرمايه‌گذاري پورتفوليو» تحليل

۱ - International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID).

اين مرکز به موجب «عهدنامه ۱۹۶۵ حل و فصل اختلافات سرمايه‌گذاري بين دولت‌ها و اتباع دولت‌ها ديگر» (من بعد «عهدنامه ايکسید») تاسيس گرديد. براي مطالعه تاريخچه تاسيس اين مرکز، ببينيد: Schreuer & Others (n 3) 10ff. همچنين براي مطالعه به زبان پارسي، ببينيد: سجاد سلطان‌زاده، ساختار و رويه داوري مرکز بين‌المللي حل و فصل اختلافات سرمايه‌گذاري (ايکسید) (انتشارات خرسندی، ۱۳۹۳)، ۳۸-۲۷.

۲ - Nova Scotia v Venezuela (ICSID Case No ARB(AF)/11/1, Award, 30 Apr 2014) 80; Romak v Uzbekistan (UNCITRAL, PCA Case No AA280, Award, 26 Nov 2009) 194, 207; Pantechniki v Albania (ICSID Case No ARB/07/21, Award, 30 Jul 2009) 46; Quiborax v Bolivia (n 2) 215-6; GEA v Ukraine (ICSID Case No ARB/08/16, Award, 31 Mar 2001) 141; Karl P Sauvant (ed), Yearbook on International Investment Law & Policy: 2010-2011 (Oxford University Press 2012) 74, footnote 63.

۳ - Saba Fakes v Turkey (ICSID Case No ARB/07/20, Award, 14 Jul 2010) 95; AES Corp v Argentine (ICSID Case No ARB/02/17, Decision on Jurisdiction, 26 Apr 2005) 17-33, 76; Poštová banka v Hellenic (ICSID Case No ARB/13/8, Decision on Annulment, 29 Sep 2016) 126; Christoph Schreuer, 'Diversity and Harmonization of Treaty Interpretation in Investment Arbitration' in: Malgosia Fitzmaurice & Others (eds), Treaty Interpretation and the Vienna Convention on the Law of Treaties: 30 Years on (Martinus Nijhoff Publishers 2010) 129, 139-43.

۴-VanDuzer & Others (n 12) 55;

<<http://investmentpolicyhub.unctad.org/ISDS/FilterByRulesAndInstitution>> (accessed 26 October 2016).

می‌گردد. در قسمت دوم مقاله، «اعمال عهدنامه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو» بررسی خواهد شد که در ذیل آن و در قالب دو بخش، ابتدا «اعمال عهدنامه‌های دوجانبه تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری» و سپس «اعمال عهدنامه ایکسید» بررسی و در نهایت جمع‌بندی این نوشتار ارائه خواهد شد.

### قسمت اول) عناصر سرمایه‌گذاری و مفهوم سرمایه‌گذاری پورتفولیو

فارغ از تحلیل‌های مرتبط با چگونگی تقسیم‌بندی اقسام سرمایه‌گذاری (که خارج از موضوع این نوشتار است)، در یک تقسیم‌بندی کلی انواع سرمایه‌گذاری خارجی به سه دسته تقسیم شده است: «سرمایه‌گذاری مستقیم»،<sup>۱</sup> «سرمایه‌گذاری پورتفولیو»<sup>۲</sup> و «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم»<sup>۳</sup> (یا «دیگر اقسام سرمایه‌گذاری»<sup>۴</sup>). علی‌رغم آنکه گفته شده است که تنها سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم تحت حمایت حقوق بین‌الملل عرفی بوده است،<sup>۵</sup> لیکن امروزه نحوه تنظیم معاهدات سرمایه‌گذاری به روشنی شامل سایر اقسام سرمایه‌گذاری نیز می‌شود.<sup>۶</sup>

۱- به گزارش آنتن‌داد، جریان ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (Foreign Direct Investment inflows) در ایران طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۵، به ترتیب ۴،۶۶۲، ۳،۰۵۰ و ۲،۱۰۵ و ۲،۰۵۰ میلیارد دلار بوده است که به ترتیب در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ با رشد منفی ۳۵٪ و ۳۱٪ نسبت به سال قبل همراه بوده است؛ همچنین ذخیره ورودی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI inward stock) در ایران (که به معنای انباشت سرمایه‌گذاری‌های انجام شده از محل جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد)، در سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۵ به ترتیب به میزان ۴۰،۹۴۱ و ۴۳،۰۴۷ و ۴۵،۰۹۷ میلیارد دلار بوده است. ببینید:

UNCTAD, World Investment Report 2016: Investment Nationality: Policy Challenges (United Nations, New York and Geneva, 2016) 198, 202; UNCTAD, World Investment Report 2015: Performing International Investment Governance (United Nations, New York and Geneva, 2015) 46, 88, A5, A9; UNCTAD, World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan (United Nations, New York and Geneva, 2014) 206, 210.

۲- اگرچه به موجب ماده ۲۲ «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» (مصوب ۱۳۸۰/۱۲/۱۹) کلیه دستگاه‌ها [از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار] مکلف شده‌اند که آمار خود در بخش سرمایه‌گذاری خارجی را جهت امکان دسترسی همگانی به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران ارائه نمایند، لیکن تاکنون چنین آماری به صورت رسمی منتشر نگردیده است.

۳- (Foreign Indirect Investment); Dugan & Others (n 2) 1-2, 248; Salacuse (n 2) 38-42

این نوع از سرمایه‌گذاری (که خارج از موضوع این نوشتار است) به معنای انتقال منابع به کشور مقصد بدون مداخله در پروژه یا برنامه مورد نظر است که شامل مواردی همچون قراردادهای مجوز بهره‌برداری از مالکیت فکری، قراردادهای کمک‌های فنی و همچنین پرداخت وام است.

۴- (Other investment); International Monetary Fund (IMF), Balance of Payments Manual (BPM6) (6th edn 2009) 6.1, 6.61-3

۵- Sornarajah, The International Law on Foreign Investment (n 11) 9.

۶- UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 22; UNCTAD, Bilateral Investment Treaties 1995-2006 (n 3) 8; Dugan & Others (n 2) 248.

اگرچه اقسام سرمایه‌گذاری فوق، باید تحت تعریف واحدی در اسناد بین‌المللی درج گردند، لیکن عهدنامه ایکسید (برای مثال) حاوی تعریفی از واژه «سرمایه‌گذاری» نمی‌باشد؛ هرچند تلاش‌های بسیاری در خصوص ارائه تعریفی (مانند درج عبارت «مشارکت یا برکه سهام در هرگونه شرکت» یا «مالکیت سهام» جهت درج در تعریف این واژه) صورت پذیرفت،<sup>۱</sup> لیکن مذاکرات صورت گرفته منجر به اتخاذ تعریف واحدی نشد و در نهایت، عامدانه هیچ‌گونه تعریفی نیز در متن این عهدنامه درج نگردید.<sup>۲</sup> گفته شده است که هدف از اتخاذ چنین رویکردی این بوده است تا خود طرفین این عهدنامه بتوانند اختلافاتی را که مایلند به این مرکز ارجاع نمایند، تعیین کنند.<sup>۳</sup> با این وجود به نظر می‌رسد که اختیار طرفین در ارجاع اختلاف خود به این مرکز نامحدود نبوده و آن‌ها نمی‌توانند هرگونه اختلافی را که به روشنی مخالف با معنای معمول «سرمایه‌گذاری» باشد (مانند بیع ساده)<sup>۴</sup> به این مرکز ارجاع

---

<sup>۱</sup> - History of the ICSID Convention: Documents Concerning the Origin and Formulation of the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States (Vol II, Part 2) 661, 844.

<sup>۲</sup> - *Biwater v Tanzania* (ICSID Case No ARB/05/22, Award, 24 Jul 2008) 312; *Toto v Lebanon* (ICSID Case No ARB/07/12, Decision on Jurisdiction, 11 Sep 2009) 83; *MHS v Malaysia* (Decision on Annulment, n 1) 65-71; *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 454; Julian Davis Mortenson, 'The Meaning of Investment: ICSID's Travaux and the Domain of International Investment Law' 51(1) *Harvard International Law Journal* (2010) 257, 259.

<sup>۳</sup> - *Schreuer & Others* (n 3) 116; 'Report of the Executive Directors on the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States 1965' as adopted by the Board of Governors of the International Bank for Reconstruction and Development (Resolution No 214 of 10 September 1964), ICSID Reports 1 (1993) 28; *Inmaris v Ukraine* (ICSID Case No ARB/08/8, Decision on Jurisdiction, 8 Mar 2010) 130; *Abaclat v Argentine* (Decision on Jurisdiction, n 2) 347, 364.

<sup>۴</sup> - *Fedax v Venezuela* (ICSID Case No ARB/96/3, Decision on Jurisdiction, 11 Jul 1997) 28, 42; *Joy Mining v Egypt* (ICSID Case No ARB/03/11, Award, 6 Aug 2004) 55, 58; *SGS v Pakistan* (ICSID Case No ARB/01/13, Decision on Jurisdiction, 6 Aug 2003) 133, footnote 153; *Global Trading v Ukraine* (ICSID Case No ARB/09/11, Award, 1 Dec 2010) 56; *MHS v Malaysia* (Decision on Annulment, n 1) 72; *Alpha v Ukraine* (n 1) 314; *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 470; *Nova Scotia v Venezuela* (n 15) 113; *Pantehniki v Albania* (n 15) 44; *Inmaris v Ukraine* (n 26) 131.

در خارج از قلمرو اعمال عهدنامه ایکسید، بیع ساده می‌تواند (مشروط به تصریح در معاهده حاکم) داخل در مفهوم «سرمایه‌گذاری» دانسته شود:

*Petrobart v Kyrgyz* (Stockholm Chamber of Commerce Case No 126/2003, Award, 29 Mar 2005) 72; Mathew D Slater, 'The Energy Charter Treaty: A Brief Introduction to its Scope and Initial Arbitral Awards' in: Association for International Arbitration (ed), *Alternative Dispute Resolution in the Energy Sector* (Maklu 2009) 15, 49.

دهند.<sup>۱</sup> لازم به ذکر است که فقدان تعریف مفهوم «سرمایه گذاری» مانع از آن نشده است تا در طول زمان، عناصر مشخصی برای این مفهوم در نظر گرفته شود.

در ادامه و در قالب دو بخش مجزا، ابتدا «مفهوم سرمایه گذاری پورتفولیو» جهت بررسی اقسام اوراق بهادار و ارائه تعریفی از این نوع سرمایه گذاری در کنار بیان تفاوت آن با سرمایه گذاری مستقیم خارجی بررسی خواهد شد و سپس در بخش دوم، «عناصر سرمایه گذاری» که وجه مشترک تمام اقسام سرمایه گذاری نیز می باشد تحلیل می گردد.

### ۱- مفهوم سرمایه گذاری پورتفولیو

اگرچه در بسیاری از معاهدات، میان «سرمایه گذاری مستقیم» و «سرمایه گذاری پورتفولیو» تفکیکی دیده نمی شود، با این وجود برخی از معاهدات نیز به صورت صریح یا ضمنی، این نوع سرمایه گذاری را از قلمرو اعمال خود خارج نموده اند.<sup>۲</sup> در همین رابطه، معاهدات چندجانبه (اصولاً منطقه‌ای) نیز که با هدف آزادسازی تجارت منعقد شده است، غالباً تنها بر سرمایه گذاری مستقیم (و مستثنی نمودن سرمایه گذاری پورتفولیو) متمرکز بوده اند؛<sup>۳</sup> در مقابل، معاهداتی که با هر دو هدف آزادسازی تجارت و حمایت از سرمایه گذاری منعقد شده اند، هر دو نوع سرمایه گذاری را پوشش داده اند.<sup>۴</sup>

۱ - CSOB v Slovak (ICSID Case No ARB/97/4, Decision on Jurisdiction, 24 May 1999) 68; Mitchell v Congo (ICSID Case No ARB/99/7, Decision on annulment, 1 Nov 2006) 31; Phoenix v Czech (ICSID Case No ARB/06/5, Award, 15 Apr 2009) 96; Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 453; Romak v Uzbekistan (n 15) 205; Joy Mining v Egypt (n 27) 49; David A Williams & Simon Foote, 'Recent Development in the Approach to Identifying an "Investment" Pursuant to Article 25(1) of the ICSID Convention' in: Chester Brown & Kate Miles (eds), Evolution in Investment Treaty Law and Arbitration (Cambridge University Press 2011) 42, 63; Rudolf Dolzer & Christoph Schreuer, Principles of International Investment Law (2nd edn, Cambridge University Press 2012) 76; Schreuer & Others (n 3) 117, 124.

۱. برای مثال ببینید ماده ۲ عهدنامه سرمایه گذاری دوجانبه نمونه انجمن توسعه آفریقای جنوبی (SADC) (۲۰۱۲). همچنین ببینید:

UNCTAD, International Investment Agreements: Key Issues, Volume I (New York & Geneva, United Nations 2004) 78.

۲. برای مثال ببینید ماده ۴۵ موافقت نامه تجارت آزاد بین اتحادیه تجارت آزاد اروپایی (EFTA) و مکزیک (۲۰۰۰)؛ ماده ۲ موافقت نامه چهارچوب منطقه سرمایه گذاری آسه آن (۱۹۹۸) (اگرچه متعاقباً در مواد (الف) ۴ و (ج) ۴ موافقت نامه جامع سرمایه گذاری آسه آن که در سال ۲۰۰۹ منعقد گردید، این محدودیت برداشته شد)؛ همچنین ببینید:

OECD, International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations A Companion Volume to International Investment Perspectives (A Companion Volume to International Investment Perspectives, OECD 2008) 47.

۳. مانند ماده ۱۱۳۹ قرارداد تجارت آزاد آمریکای شمالی (نفتا) (۱۹۹۴) که بیان داشته است: «سرمایه گذاری عبارت است از: (الف) شرکت؛ (ب) اوراق بهادار سرمایه‌ای یک شرکت؛ (ج) اوراق بهادار بدهی یک شرکت؛ (د) در موردی که شرکت، شرکت وابسته



## ۱-۱) اقسام اوراق بهادار

تعریف ارائه شده در عهدنامه‌های مربوط به بازار سرمایه، متضمن تعریف گسترده‌ای از اوراق بهادار می‌باشند تا بتوانند خود را با گسترش اوراق جدید در آینده تطبیق نمایند به نحوی که بیان داشته‌اند: «اوراق بهادار به معنای سهام، اوراق قرضه یا دیگر ابزارهای مالی یا دارایی‌های مالی (به جز پول) و هرگونه حقوق ناشی از آن است»<sup>۱</sup>.

اوراق بهادار در یک تقسیم‌بندی کلی شامل سه دسته است: (الف) اوراقی که متضمن مالکیت سرمایه‌گذار (سهامدار) بر سرمایه شرکت است که از آن تحت عنوان اوراق بهادار سرمایه‌ای نام برده می‌شود، مانند برگه سهام و سهم‌الشرکه؛ (ب) اوراق بهاداری که متضمن بدهی بوده و دارای سود و تاریخ سررسید است که از آن تحت عنوان اوراق بهادار بدهی یاد می‌شود و معمولاً به اوراق کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یکسال) و بلند مدت (با سررسید بیش از یکسال) نیز تقسیم می‌شوند، مانند اوراق قرضه و اسناد خزانه؛ (ج) اوراق مشتقه نیز اوراق بهاداری هستند که ارزش خود را از دارایی،

---

سرمایه‌گذار است یا (۲) در موردی که سررسید اصلی اوراق بهادار بدهی حداقل سه سال می‌باشد، اما (صرفنظر از زمان سررسید اصلی) شامل اوراق بهادار بدهی یک شرکت دولتی نمی‌شود [۱۰۰].»

۴. ماده ۱ «عهدنامه مؤسسه بین‌المللی یکنواخت‌سازی حقوق خصوصی در خصوص قواعد ماهوی اوراق بهادار واسطه‌ای» (۲۰۰۹)؛ ماده ۱ «عهدنامه کنفرانس حقوق بین‌الملل خصوصی لاهه در خصوص قانون حاکم بر حقوق خاص مربوط به اوراق بهادار نگهداری شده توسط نوعی واسطه» (۲۰۰۶). ببینید:

Hideki Kanda & Others, Official Commentary on the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (Oxford University Press 2012) 1-7, 1-14.

این تعریف مورد توجه رویه قضایی ایران نیز قرار گرفته است: «اوراق بهادار به معنای سهام، اوراق قرضه یا دیگر ابزارهای مالی یا دارایی‌های مالی (به جز پول) و هرگونه حقوق ناشی از آن است. فلذا اصطلاح اوراق بهادار در معنای موسع آن، شامل ابزارهای مالی همچون ابزارهای بازار پول و دستور پرداخت مانند چک و برات نیز می‌شود (مفهوم دادنامه شماره ۱۹۶۹ مورخ ۱۳۹۳/۱۲/۱۸ هیأت عمومی دیوان عدالت اداری) و در مفهوم مضیق آن، اگرچه در [بند ۲۴ ماده ۱] قانون بازار اوراق بهادار [مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۱] هر دو اصطلاح ابزار مالی و اوراق بهادار معادل یکدیگر دانسته شده است، لیکن علی‌رغم اینکه اصطلاح ابزار مالی گسترده بوده و شامل ابزارهای بازار پول نیز می‌گردد، با این وجود قلمرو اصطلاح اوراق بهادار در قانون بازار اوراق بهادار (یعنی مفهوم مضیق اوراق بهادار) را باید صرفاً «اوراق بهادار قابل معامله در بازار سرمایه» دانست و از این جهت باید ابزارهای بازار پول و دستور پرداخت همچون چک و برات را خارج از قلمرو اعمال این قانون دانست»؛ دادنامه شماره ۹۴۰۹۹۷۰۲۲۷۲۰۱۰۵۹ مورخ ۱۳۹۴/۱۱/۱۳ شعبه ۱۲ دادگاه عمومی حقوقی تهران (منتشر نشده). نوشته‌های حقوقدانان ایرانی فاقد تعریف مشخصی از «اوراق بهادار» است؛ برای مثال ببینید: مریم ابراهیمی، مبانی حقوق بیع سهام در بورس (نشر نوای مدرسه با همکاری مرکز مالی ایران، چاپ اول، ۱۳۹۲) ص ۴۷؛ نفیسه شوشی‌نسب، ماهیت حقوقی اوراق بهادار (انتشارات میزان، چاپ اول، ۱۳۹۴) صص ۸-۱۲۷.

نرخ مرجع یا شاخص مبنا به دست می‌آورند و در واقع قراردادی می‌باشند که متضمن تعهد طرفین در مبادله دارایی یا جریانات نقدی است، مانند اوراق آتی و اختیار معامله.<sup>۱</sup>

اقسام اوراق بهادار به نحو دقیقی در قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین ایران و ژاپن (مصوب ۱۳۹۵/۰۹/۰۳) و در قسمت تعریف «سرمایه‌گذاری» بدین نحو ذکر شده است: «(ب) سهام، سهم شرکت یا دیگر اشکال مشارکت سرمایه‌ای در یک شرکت؛ (ج) اوراق قرضه با پشتوانه دارایی، اوراق قرضه بدون پشتوانه دارایی، وام‌ها و دیگر اشکال بدهی؛ (د) آتی‌ها، اختیارات و دیگر مشتقات [...]».<sup>۲</sup>

### ۱-۲) تعریف سرمایه‌گذاری پورتفولیو

در معاهدات سرمایه‌گذاری، معنای آنچه که به عنوان «سرمایه‌گذاری پورتفولیو» نام برده می‌شود کاملاً روشن نمی‌باشد، زیرا در مواردی صرفاً از عدم شمول عهدنامه نسبت به این نوع از سرمایه‌گذاری نام برده می‌شود بدون اینکه معنای آن مشخص گردد؛<sup>۳</sup> در مقابل در مواردی نیز ضمن توجه به تعریف آن، تنها سرمایه‌گذاری ده درصد یا کمتر در سرمایه‌های شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته است.<sup>۴</sup>

<sup>۱</sup> - *Abaclat v Argentine (ICSID Case No ARB/07/5, Dissenting Opinion, Georges Abi-Saab, 28 Oct 2011)* 56;

Gullifer, Louise & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy* (2<sup>nd</sup> edn, Hurt Publishing 2015) 8-59; Alan N Rechtschaffen, *Capital Markets, Derivatives and the Law* (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2014) 17-23; Elis Ferran & Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law* (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2014) 42-70;

همچنین ببینید ماده ۴(۱)(۱۸) دستورالعمل پارلمان و شورای اتحادیه اروپا در خصوص بازارهای ابزار مالی (موسوم به «مفید یک» (Directive 2004/39/EC)؛ در خصوص تعاریف مشابه ببینید: رضا راعی و علی سعیدی، مباتی مهندسی مالی و مدیریت ریسک (انتشارات سمت، چاپ دوم، ۱۳۸۵) ص ۱۷۲؛ شوشی نسب (پیشین، ش ۳۲) صص ۴۰-۱۳۳.

۱. در ترجمه رسمی این عهدنامه که در روزنامه رسمی منتشر شده است، عبارت ماده مزبور چنین است: «(ب) سهام، سهم شرکت یا دیگر اقسام مشارکت سهمی در شرکت؛ (پ) اوراق بهادار، اوراق قرضه، وام‌ها و سایر اقسام بدهی‌ها؛ (ت) قراردادهای بیع سلف، حق خرید و قراردادهای تبعی مربوط به اموال»؛

متن این عهدنامه با ماده ۱(۲) موافقت‌نامه سرمایه‌گذاری ایران-اسلواک (۱۳۹۵) قابل مقایسه است که اعمال عهدنامه نسبت به اوراق مشتقه را مستثنی کرده است: «سرمایه‌گذاری شامل موارد زیر نمی‌شود: [...] (د) آتی‌ها، معاوضات، سلف‌ها، اختیارات و دیگر مشتقات».

۲. برای مثال ببینید ماده (ج) ۲ موافقت‌نامه بین‌المللی نمونه در خصوص سرمایه‌گذاری برای توسعه پایدار (۲۰۰۵) که توسط مؤسسه بین‌المللی توسعه پایدار (IISD) تهیه گردیده است.

۳. ماده ۱(۲) موافقت‌نامه سرمایه‌گذاری ایران-اسلواک (۱۳۹۵): «سرمایه‌گذاری شامل موارد زیر نمی‌باشد: [...] (ب) سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار، که سهامداری به میزان ۱۰٪ یا کمتر باشد». همچنین ببینید ماده (سه) ۱ عهدنامه نمونه سرمایه‌گذاری دوجانبه انجمن توسعه آفریقای جنوبی (SADC) (۲۰۱۲) که مقرر داشته است: «سرمایه‌گذاری پورتفولیو، سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود که به منزله

در رابطه با اینکه معاهدات سرمایه‌گذاری شامل کدام یک از اقسام اوراق بهادار می‌گردد، به طور کلی می‌توان سه نوع از معاهدات را از یکدیگر تفکیک نمود: در دسته نخست، صرفاً از سهام و دیگر اشکال مشارکت در شرکت‌ها یاد می‌شود؛<sup>۱</sup> دسته دیگر که ضمن گسترش قلمرو اعمال خود، صریحاً از اوراق بدهی (مانند اوراق قرضه) نیز نام می‌برند؛<sup>۲</sup> در نهایت برخی از معاهدات نیز ضمن اشاره به اوراق بهادار سرمایه‌ای و بدهی، صریحاً مشتقات را نیز در بر می‌گیرند.<sup>۳</sup> لازم به ذکر است که برخی از معاهدات دسته دوم نیز از یک سو اوراق قرضه دولتی را از قلمرو اعمال خود خارج نموده و سایر اوراق بدهی را نیز محدود به مدت زمان و یا شروط خاصی نموده‌اند؛<sup>۴</sup> و از سوی دیگر، برخی نیز صریحاً اوراق بدهی دولتی را شامل می‌شوند.<sup>۵</sup>

در این میان آنچه مسلم می‌نماید این است که فقدان اشاره به برخی از اوراق بهادار (مانند اوراق قرضه یا مشتقه) لزوماً به معنای عدم شمول معاهدات نسبت به آنها نخواهد بود؛ زیرا فارغ از اینکه آیا سایر اوراق قرضه نیز می‌تواند مشمول عبارت «دیگر اشکال مشارکت در شرکت‌ها» باشد یا خیر، باید توجه داشت که اوراق بهادار به طور کلی ممکن است جزو مصادیق دیگر اشکال سرمایه‌گذاری

[مالکیت] کمتر از ده درصد از سهام شرکت و یا در غیر این صورت سرمایه‌گذاری که متضمن اعطای امکان مدیریت یا نفوذ مؤثر در مدیریت سرمایه‌گذاری نباشد.

۴. ماده (۱) متن نمونه موافقت‌نامه ایران؛ ماده (ب) (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه فرانسه (۲۰۰۶)؛ ماده (ب) (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه کلمبیا (۲۰۰۷)؛ ماده (ب) (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه آلمان (۲۰۰۸)؛ ماده (الف) (۲) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ترکیه (۲۰۰۰)؛ ببینید: Brown (n 5) 199-207, 302-6, 764-74.

۵. ماده (ب) (۶) معاهده منشور انرژی (۱۹۹۴)؛ ماده (دو) (ب) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه هند (۲۰۰۳)؛ ماده (دو) (ج) موافقت‌نامه بین‌المللی نمونه در خصوص سرمایه‌گذاری برای توسعه پایدار (۲۰۰۵)؛ مواد (دو) (۲) و (سه) (۲) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه نروژ (۲۰۰۷)؛ ماده (ب) (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه چین (۱۹۹۷)؛ ماده (دو) (الف) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه هلند (۱۹۹۷)؛ ماده (دو) (الف) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه انگلستان (۲۰۰۵ با اصلاحات ۲۰۰۶)؛ ببینید:

Zachary Douglas, *The International Law of Investment Claims* (Cambridge University Press 2009) Appendix 1-10.

۱. ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ایالات متحده آمریکا (۲۰۱۲).

۲. مانند ماده ۱۱۳۹ قرارداد تجارت آزاد آمریکای شمالی (نفتا) (۱۹۹۴) {ببینید پاورقی ش ۳۱}؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه کانادا (۲۰۰۴)؛ ماده (و) (۲،۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه کلمبیا (۲۰۰۷)؛ ماده (دو) (الف) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه انجمن توسعه آفریقای جنوبی (SADC) (۲۰۱۲).

۳. برای مثال ببینید ماده (ب) (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ایتالیا (۲۰۰۳).

مندرج در عهدنامه‌ها از قبیل «ادعا نسبت به پول»<sup>۱</sup> (که در متن نمونه موافقت‌نامه ایران نیز وجود دارد)، «تعهدات»،<sup>۲</sup> «وام‌ها»،<sup>۳</sup> و یا «هرگونه حقوق دارای ارزش اقتصادی»<sup>۴</sup> نیز قرار گیرند.

در حقوق ایران و در رابطه با تعریف «سرمایه‌گذاری پورترفولیو»، ابتدا در بند ششم ماده ۱ «آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۱۱ هیأت‌وزیران) چنین مقرر شد: «سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار: فرایند معامله خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس است که توسط سرمایه‌گذار خارجی صرفاً با هدف کسب سود و بدون قصد مدیریت شرکت انجام می‌شود. متعاقباً و پس از تصویب «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس»<sup>۵</sup> (مصوب ۱۳۸۹/۰۱/۲۹ هیأت‌وزیران)، آیین‌نامه سابق نسخ و از مفهوم مخالف بند ده ماده ۱ آیین‌نامه جدید تعریف این نوع سرمایه‌گذاری (به عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی غیر راهبردی») قابل استنباط است: «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی: سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس را دارد، یا پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس یک کرسی هیأت‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد». همچنین به موجب ماده ۱۲ نیز «تملک سایر اوراق بهادار از قبیل اوراق مشارکت برای سرمایه‌گذار خارجی تابع سقف‌های تعیین شده توسط شورا خواهد بود»؛ که پس از تصویب «دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» (مصوب ۱۳۹۰/۰۷/۱۱

<sup>۱</sup> - (Claims to money/Title to money); Deutsche Bank v Sri Lanka (ICSID Case No ARB/09/2, Award, 31 Oct 2012) 258; Douglas (n 38) 180; Cf: Poštová banka, v Hellenic (ICSID Case No ARB/13/8, Award, 9 Apr 2015) 341-9.

<sup>۲</sup> - (Obligations); Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 491.

<sup>۳</sup> - (Loans); Ibid, 425.

همانگونه که برخی از نویسندگان و آرای داوری نیز به درستی اشاره نموده‌اند، «اوراق بهادار [بدهی] کاملاً متمایز و متفاوت از «وام» می‌باشد:

Michael Waibel, Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals (Cambridge University Press 2011) 225; Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 337-8.

<sup>۴</sup> - (Any right/performance having an economic value); Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 491-3.

۱. لازم به ذکر است که بخش‌هایی از این آیین‌نامه به موجب نظریه شماره ۵۳۹۳۹۵/ب مورخ ۱۳۸۹/۰۶/۱۶ رئیس وقت مجلس شورای اسلامی و با استناد به صدر ماده واحده و تبصره ۴ الحاقی به «قانون نحوه اجراء اصول هشتاد و پنجم و یکصد و سی و هشتم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران و اصلاحات بعدی» (مصوب ۱۳۷۸/۱۲/۰۸)، ملغی‌الاثر گردیده است.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار) و در ماده هشت آن، هیچگونه محدودیتی در این رابطه تعیین نگردید.<sup>۱</sup>

به عنوان جمع‌بندی، ذکر این نکته لازم است که اگرچه از «سرمایه‌گذاری پورتفولیو» به عنوان هرگونه سرمایه‌گذاری در «اوراق بهادار سرمایه‌ای یا بدهی» (و نه اوراق مشتقه) یک شرکت یاد می‌شود که متضمن ایجاد منافع بلندمدت در شرکت مزبور برای سرمایه‌گذار نباشد و یا اینکه متضمن مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم بیش از ده درصد از سهام دارای حق رأی شرکت نباشد؛<sup>۲</sup> با این وجود باید توجه داشت که تفکیک سرمایه‌گذاری مستقیم از سرمایه‌گذاری پورتفولیو دشوار است زیرا نه تنها معیار «منافع بلندمدت» منعطف و غیردقیق می‌باشد، بلکه مالکیت ده درصد از حق رأی نیز معیار قطعی نبوده همچنانکه ممکن است شخصی با نسبت مالکیت کمتر یا بیشتری بتواند بر مدیریت شرکت دخالت نماید.<sup>۳</sup> با توجه به اینکه ایجاد معیار «ده درصد» صرفاً جنبه آماری داشته است، در نتیجه مناسب است که در معاهدات سرمایه‌گذاری، تعریف دقیق این نوع سرمایه‌گذاری صریحاً درج گردد.

### ۱-۳) تفاوت سرمایه‌گذاری پورتفولیو با سرمایه‌گذاری مستقیم

آنکتاد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را متضمن رابطه‌ای بلندمدت دانسته که حاکی از منافع طولانی مدت سرمایه‌گذار بوده به نحوی که سرمایه‌گذار تأثیر قابل توجهی بر مدیریت سرمایه داشته باشد.<sup>۴</sup> همانگونه که از این تعریف بر می‌آید، دو ویژگی بارز اینگونه سرمایه‌گذاری عبارت است از «منافع بلندمدت» از یک سو و «کنترل (مدیریت)» از سوی دیگر که وجه متمایزکننده سرمایه‌گذاری مستقیم

---

۲. ماده ۸ این دستورالعمل بیان می‌دارد: «به غیر از سهام پذیرفته شده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس که سرمایه‌گذاری خارجی در آنها تابع آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی است، تملک و معامله سایر اوراق بهادار صادره توسط ناشران ایرانی، از قبیل اوراق مشارکت، اوراق صکوک، گواهی سپرده بانکی و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها توسط اشخاص خارجی پس از دریافت مجوز معامله، بدون محدودیت مجاز و تابع مقرراتی می‌باشد که برای اشخاص ایرانی لازم‌الاجرا است».

۲ - International Monetary Fund (n 21) 6.12, 6.55; Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment (4<sup>th</sup> edn, 2008) 234.

۳ - World Trade Organization, 'Working Group on the Relationship between Trade and Investment: Note by the Secretariat' (WT/WGII/W/108, 21 March 2002) 54-5; VanDuzer & Others (n 12) 57.

۴ - UNCTAD, World Investment Report 2007 Transnational Corporations, Extractive Industries and Development (Academic Foundation 2008) 245; Kate Miles, The Origins of International Investment Law: Empire, Environment and the Safeguarding of Capital (Cambridge University Press 2013) 128-9.

از سایر اقسام آن می‌باشد.<sup>۱</sup> همچنین عنصر مدیریت شرکت را به وضعیت «کنترل» و «تأثیر قابل توجه بر مدیریت شرکت» تقسیم نموده‌اند به نحوی که اولی متضمن داشتن بیش از پنجاه درصد از سهام دارای حق رأی شرکت بوده و دیگری داشتن ده تا پنجاه درصد از سهام مزبور.<sup>۲</sup>

مشارکت سرمایه‌ای در یک شرکت می‌تواند در هر دو شکل سرمایه‌گذاری مستقیم یا پورتفولیو صورت پذیرد. بدین توضیح که مشارکت سرمایه‌ای در یک شرکت می‌تواند شامل مالکیت تمام سرمایه شرکت، مالکیت اکثریت سرمایه شرکت و یا مالکیت اقلیت آن باشد.<sup>۳</sup> گفته شده است که مشارکت در شرکت‌ها، تنها در صورتی می‌تواند مصداق سرمایه‌گذاری مستقیم قلمداد گردد که این شرکت به طور مؤثر (مستقیماً یا غیرمستقیم) توسط سرمایه‌گذار خارجی «مدیریت» شود. در این صورت پس از تأسیس شرکت توسط سرمایه‌گذار خارجی و یا انتقال مدیریت چنین شرکتی به سرمایه‌گذار خارجی، قابلیت اعمال معاهدات دوجانبه مطرح می‌شود.<sup>۴</sup> همچنین، سرمایه‌گذاری به صورت مالکیت اکثریت یا اقلیت سرمایه یک شرکت نیز تا زمانیکه واجد عنصر مدیریت سرمایه باشد، نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم خواهد بود و در مقابل، در صورت فقدان عنصر مدیریت، سرمایه‌گذاری صورت گرفته را باید پورتفولیو دانست. از مطالب مطروحه این نکته قابل برداشت است که تفاوت اصلی میان سرمایه‌گذاری پورتفولیو با سرمایه‌گذاری مستقیم، فقدان عنصر «مدیریت» (یعنی دخالت در تعیین اقدامات و سیاست‌های شرکت) در این نوع از سرمایه‌گذاری است.<sup>۵</sup>

به عنوان جمع‌بندی، قابل ذکر است که امروزه در معاهدات سرمایه‌گذاری غالباً در تعریف مفهوم سرمایه‌گذاری، دیگر از عنصر «مدیریت» به عنوان ویژگی و عنصر منحصر به فرد سرمایه‌گذاری تحت پوشش معاهدات یاد نمی‌شود و قلمرو اعمال معاهدات فراتر از سرمایه‌گذاری مستقیم بوده و دیگر اشکال آن را نیز در بر می‌گیرد؛ به همین دلیل، گفته شده است که با گسترش قلمرو اعمال معاهدات، باید تفکیکی که در گذشته میان سرمایه‌گذاری مستقیم با دیگر اشکال آن (جهت تعیین قلمرو اعمال

۳. سایر تعاریف ارائه شده از این مفهوم نیز، در نهایت بیان‌کننده همین خصوصیات واحد هستند؛ ببینید:

International Monetary Fund (n 21) 6.4; OECD, OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment (n 48) 234; Pasquale Paziienza, *The Relationship Between FDI and the Natural Environment: Facts, Evidence and Prospects* (Springer 2014) 7.

۲ - International Monetary Fund (n 21) 6.12;

۳ - Christoph Schreuer, 'Shareholder Protection in International Investment Law', 3 *Transnational Dispute Management* (2005) 1.

۴ - *Vivendi v Argentine* (ICSID Case No ARB/97/3, Decision on Annulment, 3 Jul 2002) 50.

۵ - Salacuse (n 2) 29-30; Dolzer & Schreuer (n 28) 60; Rudolf Dolzer, 'The Notion of Investment in Recent Practice' in: Steve Charnovitz, & Others (eds), *Law in the Service of Human Dignity: Essays in Honour of Florentino Feliciano* (Cambridge University Press 2005) 261, 263.

معاهدات) صورت مي‌گرفت را منسوخ شده دانست.<sup>۱</sup> هرچند در ادامه بررسي خواهد شد که با وجود چنين قلمرو گسترده‌اي در معاهدات سرمايه‌گذاري امروزي و نيز فارغ از افول عنصر «مديريت» در تعاريف سرمايه‌گذاري‌هاي مشمول اين معاهدات، آيا در آينده، مستثني کردن سرمايه‌گذاري پورتفوليو از قلمرو اعمال معاهدات سرمايه‌گذاري، مناسب مي‌باشد يا خير؟

## ۲- عناصر سرمايه‌گذاري

گفته شده است که در علم اقتصاد، غالباً چنين برداشت مي‌شود که سرمايه‌گذاري مستقيم شامل انتقال سرمايه به يک پروژه بلندمدت به منظور کسب درآمد منظم است که در آن صاحب سرمايه که انتقال سرمايه را انجام داده است، در مديريت پروژه (حداقل به صورت محدود) دخالت دارد و اين فعاليت متضمن خطر (ريسک) تجاري مي‌باشد.<sup>۲</sup>

رويه ديوان‌هاي داوري در طول پيش از يک دهه گذشته، روند پرفراز و نشيبي را طی نموده است به نحوي که ابتدا عناصر موجود در اين تعريف اقتصادي (به جز مورد «مديريت پروژه») به همراه عنصر ديگري تحت عنوان «کمک به توسعه کشور ميزبان»، مورد توجه برخي از آراي ايكسپد قرار گرفت.<sup>۳</sup> متعاقباً در آراي داوري ديگري، عناصر «کسب درآمد منظم»<sup>۴</sup> و «کمک به توسعه کشور ميزبان»<sup>۵</sup> غيرمرتبط دانسته شد. در نهايت، امروزه علي‌رغم صدور آراي گوناگوني در نقد اين رويکرد،<sup>۶</sup> همچنان سه مورد از عناصر پيش گفته يعني «تعهد تأمين سرمايه يا منابع ديگر»، «دوره زماني مشخص» و

<sup>۱</sup> - Dugan & Others (n 2) 248-9; Angelos Dimopoulos, EU Foreign Investment Law (Oxford University Press 2011) 32.

<sup>۲</sup> - Dolzer & Schreuer (n 28) 60; Dolzer (n 55) 261, 263.

<sup>۳</sup> - Fedax v Venezuela (n 27) 43.

<sup>۴</sup> - Salini v Morocco (ICSID Case No ARB/00/4, Decision on Jurisdiction, 23 Jul 2001) 52; Bayindir v Pakistan (ICSID Case No ARB/03/29, Decision on Jurisdiction, 14 Nov 2005) 130-8; Jan de Nul v Egypt (ICSID Case No ARB/04/13, Decision on Jurisdiction, 16 Jun 2006) 90-6; Saipem v Bangladesh (ICSID Case No ARB/05/07, Decision on Jurisdiction, 21 Mar 2007) 99-106; Electrabel v Hungary (ICSID Case No ARB/07/19, Decision on Jurisdiction, Applicable Law and Liability, 30 Nov 2012) 5.43; AES Corp v Argentine (n 16) 88; SGS v Pakistan (n 27) 133, footnote 153; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 305.

<sup>۵</sup> - Société Générale v Dominican (UNCITRAL, LCIA Case No UN 7927, Award, 19 Sep 2008) 35; Alpha v Ukraine (n 1) 312; Saba Fakes v Turkey (n 16) 111; Phoenix v Czech (n 28) 85.

<sup>۶</sup> - MHS v Malaysia (Decision on Annulment, n 1) 62, 73; Alpha v Ukraine (n 1) 314; Abaclat v Argentine (Decision on Jurisdiction, n 2) 364; Pantechniki v Albania (n 15) 42-4; Biwater v Tanzania (n 25) 312; Inmaris v Ukraine (n 26) 129; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 294.

«وجود ریسک» مورد توجه آرای داوری قرار گرفته است.<sup>۱</sup> استناد طرفین دعوی در لوائح خود به این عناصر نیز می‌تواند همواره دیوان‌های داوری را با چالش تحلیل اجباری این عناصر مواجه نماید.<sup>۲</sup> در همین رابطه، به نظر می‌رسد که معاهدات آینده نیز در خصوص تعریف اصطلاح «سرمایه‌گذاری»، مشخصاً به این سه عنصر (و احتمالاً عنصر «انتظار در آمد یا سود») نیز اشاره نمایند؛<sup>۳</sup> همچنانکه تعیین عناصر عینی مفهوم «سرمایه‌گذاری» در معاهدات دوجانبه آینده نیز تشویق شده است.<sup>۴</sup>

ذکر این نکته نیز لازم است که اگرچه احراز هم‌زمان هر سه عنصر فوق لازم به نظر می‌رسد، با این وجود امروزه این دیدگاه در حال توسعه است که از این عناصر نه به عنوان الزامات صلاحیتی، بلکه صرفاً به عنوان ویژگی‌های شکلی سرمایه‌گذاری یاد شود.<sup>۵</sup> به بیان دیگر، احراز هر سه عنصر به طور هم‌زمان لازم نبوده و «سرمایه‌گذاری» عبارت است از هرگونه فعالیتی که تنها دارای یکی از عناصر سه‌گانه فوق‌الذکر باشد.<sup>۶</sup> همچنین چنین مطرح شده است که فقدان هر سه عنصر نیز لزوماً به معنای

<sup>۱</sup> - LESI- DIPENTA v Algérienne (ICSID Case No ARB/03/08, Award, 10 Jan 2005) II.13(iv); Alpha v Ukraine (n 1) 317-27; Alpha v Ukraine (n 1) 312; Quiborax v Bolivia (n 2) 219, 227; Romak v Uzbekistan (n 15) 207; Nova Scotia v Venezuela (n 15) 84; Saba Fakes v Turkey (n 16) 110, 121; Phoenix v Czech (n 28) 85; Bayindir v Pakistan (n 60) 131-137; Casado v Chile (ICSID Case No ARB/98/2, Award, 8 May 2008) 233; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 295; Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 356; Electrabel v Hungary (n 60) 5.43; Dolzer & Schreuer (n 28) 75; Emmanuel Gaillard & Yas Banifatemi, "The long March towards a Jurisprudence Constante on the Notion of Investment" in: Meg Kinnear & Others (eds), Building International Investment Law: The First 50 Years of ICSID (Kluwer Law International 2016) 97, 117-9.

گفته می‌شود که این عناصر، به طور ضمنی عنصر «کمک به توسعه کشور میزبان» را نیز در بر می‌گیرند و نیازی به احراز جداگانه آن نیست:

LESI SpA v Algeria (ICSID Case No ARB/05/3, Decision on Jurisdiction, 12 Jul 2006) 72; Quiborax v Bolivia (n 2) 221-3; Phoenix v Czech (n 28) 85.

<sup>۲</sup> - Plama v Bulgaria (ICSID Case No ARB/03/24, Award, 27 Aug 2008) 147; Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 351.

<sup>۳</sup> - ماده (۲،۳) ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه کلمبیا (۲۰۰۷)؛ ماده (۲) ۲ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه نروژ (۲۰۰۷)؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ایالات متحده آمریکا (۲۰۱۲)؛ ماده (۱) ۱ معاهده سرمایه‌گذاری سه‌جانبه ژاپن-چین-کره (۲۰۱۲)؛ ماده ۹، ۱ پیمان ۲۰۱۶ «مشارکت دو سوی اقیانوس آرام» (TPP) (که تاکنون لازم‌الاجرا نشده است) و ماده (۲) ۱۰ از فصل دوم پیمان «مشارکت تجاری و سرمایه‌گذاری دو سوی اقیانوس اطلس» (TTIP) (در حال مذاکره)؛ همچنین ببینید: Douglas (n 38) Rule 23.

<sup>۴</sup> - UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 5, 9, 11, 29; VanDuzer & Others (n 12) 56.

<sup>۵</sup> - MHS v Malaysia (ICSID Case No ARB/05/10, Award on Jurisdiction, 17 May 2007) 44; Philip Morris v Uruguay (ICSID Case No ARB/10/7, Decision on Jurisdiction, 2 Jul 2013) 206; Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 475-81; Schreuer & Others (n 3) 128, 133, 172; Dolzer, & Schreuer (n 28) 74-6.

<sup>۶</sup> - MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 70.



نبود سرمایه‌گذاری نیست و دیوان داوری باید سایر ویژگی‌ها و شرایط را بررسی نماید، زیرا این موارد جنبه تمثیلی دارد و نه حصری.<sup>۱</sup>

در ادامه هر سه عنصر مورد اجماع دیوان‌های داوری، یعنی «تعهد به تأمین منابع»، «مدت زمان» و «ریسک (خطر)» به ترتیب مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۱-۱) تعهد به تأمین منابع

احراز این عنصر در آرای داوری به طور کلی با دشواری خاصی همراه نبوده است، همچنانکه برخی از دیوان‌های داوری به این موضوع نیز اشاره نموده‌اند که تأمین منابع صرفاً ناظر به منابع مالی در معنای مضیق خود نبوده و شامل مواردی همچون انتقال فناوری، تجهیزات، نیروی انسانی و خدمات نیز می‌گردد.<sup>۲</sup> همچنین «تعهد» به تأمین منابع (یعنی پیش از تأمین عملی منابع) نیز می‌تواند در قلمرو شمول مفهوم سرمایه‌گذاری قرار گیرد.<sup>۳</sup>

در رابطه با اوراق بهادار نیز از یک سو گفته شده است که تأمین منابع، به معنای خرید چنین اوراقی می‌باشد و صرف به دست آوردن آن بدون آنکه در ازای آن عوضی داده شده باشد، نمی‌تواند عنصر «تأمین منابع» را احراز نماید؛<sup>۴</sup> از سوی دیگر این استدلال نیز مورد توجه قرار گرفته است که در بررسی تخصیص منابع، باید حجم مجموع اوراق بهادار منتشره را مورد توجه قرار داد و نه صرفاً معامله صورت گرفته توسط سرمایه‌گذار را که ممکن است معامله کوچکی نیز بوده باشد.<sup>۵</sup>

در جدیدترین موضع‌گیری رویه داوری ایکسید، این مهم نیز مورد توجه قرار گرفته است که تأمین منابع به معنای «خلق و ایجاد ارزش» است که متفاوت از بیع ساده‌ای است که از طریق آن، تنها

<sup>۱</sup> - MCI v Ecuador (ICSID Case No ARB/03/6, Award, 31 Jul 2007) 165; Bivater v Tanzania (n 25) 316; Inmaris v Ukraine (n 26) 131; MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 106(e); Emmanuel Gaillard, 'Identify or Define? Reflections on the Evolution of the Concept of Investment in ICSID Practice' in: Christina Binder (ed), International Investment Law for the 21st Century: Essays in Honour of Christoph Schreuer (Oxford University Press 2009) 403, 407-9.

<sup>۲</sup> - RFCC v Royaume du Maroc (ICSID Case No ARB/00/6, Decision on Jurisdiction, 16 Jul 2001) 61; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 297; Bayindir v Pakistan (n 60) 131; LESI- DIPENTA v Algérienne (n 63) II.14(i); LESI SpA v Algeria (Decision on Jurisdiction, n 63) 73(i); MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 109.

<sup>۳</sup> - Nova Scotia v Venezuela (n 15) 92-7. Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 298-300.

<sup>۴</sup> - Quiborax v Bolivia (n 2) 232-3.

<sup>۵</sup> - Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 483.

«تبادل ارزش» صورت می‌گیرد. به همین دلیل خرید اوراق بهادار (و به طور خاص اوراق قرضه دولتی) که صرفاً نوعی تبادل ارزش است، بیع ساده محسوب می‌گردد.<sup>۱</sup>

### ۱-۲) مدت زمان

دیوان‌های داوری در مواردی مدت زمان دو تا پنج ساله را کافی دانسته‌اند؛<sup>۲</sup> و در همین رابطه، مدت زمان مربوط به سایر فعالیت‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری همچون زمان برگزاری مناقصه، تعلیق فعالیت پروژه، مذاکره مجدد و ضمانتنامه را نیز به حساب آورده‌اند.<sup>۳</sup> در آرای اخیر صادره، از شرط وجود «مدت زمان» با انعطاف بیشتری تفسیر شده است به نحوی که دیوان‌ها معتقدند کوتاه بودن مدت زمان اجرای سرمایه‌گذاری لزوماً منجر به خروج آن از مفهوم سرمایه‌گذاری نمی‌گردد بلکه این شرط باید در پرتو سایر شرایط و اوضاع و احوال بررسی شود و در همین رابطه، سرمایه‌گذاری می‌تواند از چند ماه تا چند سال نیز باشد.<sup>۴</sup> در همین رابطه، گفته شده است که در بررسی این شرط، زمان اعتبار اوراق بهادار (از انتشار تا سررسید) مورد توجه قرار گیرد و نه صرفاً زمانی که این اوراق توسط سرمایه‌گذار خریداری شده و در اختیار وی بوده است.<sup>۵</sup>

در برخی از معاهدات، مدت زمان مشخصی برای سررسید اوراق بهاداری که می‌توانند از مزایای عهدنامه بهره‌مند شود، مشخص گردیده است. برای مثال به موجب ماده ۱۱۳۹ قرارداد تجارت آزاد آمریکای شمالی (نفتا) «سرمایه‌گذاری عبارت است از: [...] (ج) اوراق بهادار بدهی یک شرکت: [...]» (۲) در موردی که سررسید اصلی اوراق بهادار بدهی حداقل سه سال می‌باشد، اما (صرفنظر از زمان سررسید اصلی) شامل اوراق بهادار بدهی یک شرکت دولتی نمی‌شود [...]». مزیت چنین تفکیکی میان اوراق بهادار کوتاه مدت و بلند مدت محل تردید است زیرا ممکن است علی‌رغم طولانی بودن

<sup>۱</sup> - Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 361.

<sup>۲</sup> - Salini v Morocco (n 60) 54; Jan de Nul v Egypt (n 60) 93; MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 110-1; RFCC v Royaume du Maroc (n 70) 62.

<sup>۳</sup> - LESI SpA v Algeria (ICSID Case No ARB/05/3, Award, 10 Jan 2005) 14(ii); Bayindir v Pakistan (n 60) 132-3; Jan de Nul v Egypt (n 60) 94-5; Saipem v Bangladesh (no 60) 101-2; LESI SpA v Algeria (Decision on Jurisdiction, n 63) [73(ii)].

<sup>۴</sup> - Romak v Uzbekistan (n 15) 225; Toto v Lebanon (n 25) 84; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 303; Aandrea K Bjorklund (ed), Yearbook on International Investment Law & Policy: 2012-2013 (Oxford University Press 2014) 134.

<sup>۵</sup> - Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 484; Cf. MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 131-2.

مدت مدت زمان سررسید خود اوراق، سرمایه‌گذار تنها مدت کوتاهی این اوراق را در اختیار داشته باشد، فلذا لازم است تعیین مدت ناظر به زمان نگهداری اوراق توسط سرمایه‌گذار نیز باشد.<sup>۱</sup>

### ۱-۳) ریسک (خطر)

اگرچه وجود ریسک در قراردادهای سرمایه‌گذاری، همواره قابل احراز بوده است با این وجود نحوه تلقی دیوان‌ها از این مفهوم و برداشت آن‌ها متفاوت بوده به نحوی که گفته شده است: (۱) وجود و ارجاع اختلاف به داوری خود نشانه وجود ریسک است؛<sup>۲</sup> (۲) ریسک در کلیه قراردادهای تجاری بلند مدت وجود دارد؛<sup>۳</sup> (۳) ضرورت رجوع به محاکم داخلی کشور میزبان، نشان‌دهنده وجود ریسک است؛<sup>۴</sup> (۴) ریسک می‌تواند شامل ریسک بازار و ریسک مالی، اعتباری یا سیاسی نیز باشد؛<sup>۵</sup> (۵) ریسک همان فضای سیاسی و اقتصادی کشور میزبان است که در طول دوره سرمایه‌گذاری حاکم می‌باشد.<sup>۶</sup>

با این وجود همان‌طور که برخی از دیوان‌های داوری به درستی بیان داشته‌اند، ریسک عدم اجرای قرارداد توسط طرف مقابل آن خصیصه تمامی فعالیت‌های تجاری است و از این رو، چنین ریسکی نمی‌تواند وجه متمایزکننده قراردادهای سرمایه‌گذاری از سایر قراردادهای تجاری باشد؛ در مقابل، دیوان‌ها ریسکی را به عنوان ویژگی بارز مفهوم «سرمایه‌گذاری» دانسته‌اند که به معنای فقدان قطعیت کسب سود حاصل از سرمایه‌گذاری باشد؛ به بیان دیگر، در مواردی که سرمایه‌گذار نمی‌تواند در آمد حاصل از سرمایه‌گذاری خود را دقیقاً پیش‌بینی نماید.<sup>۷</sup>

گفته شده است که از جمله دلایل استثناء نمودن سرمایه‌گذاری پورتفولیو از شمول مفهوم «سرمایه‌گذاری»، فقدان شدت ریسک در این نوع از سرمایه‌گذاری در مقایسه با سرمایه‌گذاری مستقیم

<sup>۱</sup> - UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 30-1.

<sup>۲</sup> - Fedax v Venezuela (n 27) 40.

<sup>۳</sup> - Joy Mining v Egypt (n 27) 57; Salini v Morocco (n 60) 55-6; Bayindir v Pakistan (n 60) 134-6; Saipem v Bangladesh (n 60) 109; MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 111; RFCC v Royaume du Maroc (n 70) 63-4.

<sup>۴</sup> - LESI- DIPENTA v Algérienne (n 63) II.14(iii); LESI SpA v Algeria (Decision on Jurisdiction, n 63) [73(iii)].

<sup>۵</sup> - Quiborax v Bolivia (n 2) 234; GEA v Ukraine (n 15) 152.

<sup>۶</sup> - Ioannis v Georgia (ICSID Case No ARB/05/18, Decision on Jurisdiction, 6 Jul 2007) 117; Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 485; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 301.

<sup>۷</sup> - Quiborax v Bolivia (n 2) 219; Romak v Uzbekistan (n 15) 229-30; Nova Scotia v Venezuela (n 15) 105; Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 368-70.

است؛ زیرا سرمایه‌گذار می‌تواند به راحتی سرمایه خود را از کشور میزبان خارج نماید.<sup>۱</sup> همچنین در رابطه با اوراق بهادار بدهی، این ابهام بیشتر جلوه می‌نماید زیرا از یک سو، سود حاصل از سرمایه‌گذاری در خرید اوراق بهادار بدهی از ابتدا قابل ارزیابی است و از سوی دیگر، تعهد پرداخت در سرسید قطعی و بدون قید و شرط بوده و مشروط به موفقیت اجرایی پروژه‌ای که اوراق بدهی جهت تأمین منابع مالی آن منتشر شده نیز نمی‌باشد.<sup>۲</sup>

### قسمت دوم) اعمال عهدنامه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو

به عنوان مقدمه، لازم به ذکر است که درج مرجع حل و فصل اختلافات ناشی از اوراق بهادار در خود اوراق و یا سایر مقررات که ممکن است دادگاه داخلی یا مرجع دیگری باشد،<sup>۳</sup> مانع از ارجاع اختلاف سرمایه‌گذار به مراجع مذکور در معاهدات سرمایه‌گذاری نمی‌باشد.<sup>۴</sup>

به منظور بررسی و ارزیابی اینکه آیا دعوای مطروحه در دیوان داوری ایکسید، نوعی دعوی سرمایه‌گذاری می‌باشد یا خیر، غالب دیوان‌ها از یک «معیار دوگانه» استفاده می‌نمایند؛<sup>۵</sup> بدین توضیح

<sup>۱</sup> - UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 10.

<sup>۲</sup> - Waibel (n 44) 237-8.

<sup>۳</sup> - برای مثال ببینید ماده ۲۳ «دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک اجاره (ارزی) در سیستم بانکی» (مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۶ شورای پول و اعتبار) و همچنین ماده ۲۴ «دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک استصناع (ارزی) در سیستم بانکی» (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۰۲ شورای پول و اعتبار) که مقرر داشته‌اند: «قانون حاکم بر مفاد این دستورالعمل و قراردادهای مربوط به آن قانون کشور جمهوری اسلامی بوده و در صورت بروز هرگونه اختلاف صرفاً دادگاه‌های جمهوری اسلامی ایران صالح به رسیدگی می‌باشند». همچنین ببینید هیئت داوری [با صلاحیت اجباری] موضوع مواد ۳۶ و ۳۷ «قانون بازار جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۱ مجلس شورای اسلامی) در خصوص اختلافات ناشی از اوراق بهادار بازار سرمایه.

<sup>۴</sup> - Lanco v Argentine (ICSID Case No ARB/97/6, Decision on Jurisdiction, 8 Dec 1998) 26; Salini v Morocco (n 59) 27; CMS v Argentina (ICSID Case No ARB/01/8, Decision on Jurisdiction, 17 Jul 2003) 76; Abaclat v Argentine (Decision on Jurisdiction, n 2) 497-499; Schreuer & Others (n 3) 370-80.

رویه قضایی ایران نیز به این موضوع صحه گذاشته است: «بر خلاف مقررات برخی از کشورها که دعوای راجع به اوراق بهادار را غیر قابل ارجاع به داوری می‌دانستند، در نظام حقوقی ایران چنین منعی مشاهده نمی‌شود؛ همچنانکه در صورت سرمایه‌گذاری توسط اشخاص خارجی در اوراق بهادار، شخص سرمایه‌گذار می‌تواند (با احراز شرایط مقرر) اختلاف خود را به دیوان‌های داوری موضوع عهدنامه‌های دو جانبه تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری ارجاع نماید. فلذا وجود هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار [مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۱]، نمی‌تواند مانع از توافق طرفین برای ارجاع اختلاف خود به داوری گردد؛» دادنامه شماره ۹۴۰۹۹۷۰۲۲۶۳۰۰۶۱۸ مورخ ۱۳۹۴/۰۹/۰۴ شعبه ۳ دادگاه عمومی حقوقی تهران (منتشر نشده).

<sup>۵</sup> - 'Double keyhole': Tunari v Bolivia (ICSID Case No ARB/02/3, Decision on Jurisdiction, 21 Oct 2005) 278; 'Double barrelled': MHS v Malaysia (Award on Jurisdiction, n 67) 55; 'Two-fold test': CSOB v Slovak (n 28) 68; Salini v Kingdom (n 60) 36, 44; Alex Genin v Estonia (ICSID Case No

که ابتدا این موضوع مورد بررسی قرار می‌گیرد که آیا دعوی مطروحه داخل مفهوم «سرمایه‌گذاری» مندرج در اسناد رضایت طرفین (معاهده، قانون ملی یا قرارداد) می‌باشد یا خیر؟ و سپس، آیا فعالیت موضوع دعوی داخل در معنای «سرمایه‌گذاری» مندرج در عهدنامه ایکسید و در نتیجه در صلاحیت این مرکز می‌باشد یا خیر؟<sup>۱</sup> همچنین گفته شده است که این دیدگاه، متأثر از آن است که معاهدات دوجانبه و عهدنامه ایکسید، هر یک از جنبه‌های گوناگونی به مفهوم سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند.<sup>۲</sup> در همین رابطه، مطالب این قسمت در دو بخش مجزا مورد بررسی قرار خواهد گرفت و ابتدا «اعمال عهدنامه‌های دو جانبه سرمایه‌گذاری» نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو تحلیل خواهد شد و سپس «اعمال عهدنامه ایکسید» نسبت به آن.

### ۱- اعمال عهدنامه‌های دو جانبه سرمایه‌گذاری

همانطور که گفته شد، امروزه به طور جدی از تعیین مصادیق مفهوم «سرمایه‌گذاری» به صورت حصری در کنار تعیین محک و معیارهایی برای تعریف این مفهوم دفاع می‌شود.<sup>۳</sup> اگرچه قلمرو اعمال معاهدات دوجانبه را غالباً می‌توان به سرمایه‌گذاری پورتفولیو گسترش داد، لیکن توجه به برخی از شروط و تعهدات مندرج در این عهدنامه‌ها، ممکن است مانع چنین اقدامی گردد. در ادامه مهمترین

---

ARB/99/2, Award, 25 Jun 2001) 324; Helnan v Egypt (ICSID Case No ARB/05/19, Decision on Jurisdiction, 17 Oct 2006) 80; Tokios Tokelés v Ukraine (ICSID Case No ARB/02/18, Decision on Jurisdiction, 29 Apr 2004) 73-86; Oko Pankki v Estonia (ICSID Case No ARB/04/6, Award, 19 Nov 2007) 170, 201; Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 420, 438-9; Abaclat v Argentine (Decision on Jurisdiction, n 2) 344; Nova Scotia v Venezuela (n 15) 77-80; Toto v Lebanon (n 25) 66; Fedax v Venezuela (n 27) 20-30; SGS v Pakistan (n 27) 133, footnote 153; Mitchell v Congo (n 28) 31; Jan de Nul v Egypt (n 60) 90; Saipem v Bangladesh (n 60) 98, 119; RFCC v Royaume du Maroc (n 60) 50-66; Ioannis v Georgia (n 84) 113.

<sup>۱</sup> - مطالعه این رویه به منظور تأیید یا رد آن، خارج از موضوع این نوشتار است. در خصوص بررسی این رویه، ببینید: نصرالله ابراهیمی و سجاد سلطانزاده، «مفهوم سرمایه‌گذاری در رویه داوری مرکز حل و فصل اختلافات سرمایه‌گذاری خارجی (ایکسید)»، مجله حقوقی بین‌المللی، سال سی و یکم، شماره ۵۰، بهار و تابستان ۱۳۹۳، صص ۷۷-۱۰۸؛ قاسم زمانی و امیر درون‌پرور، «پویایی مفهوم سرمایه‌گذاری در پرتو متدولوژی‌های احراز صلاحیت ایکسید»، فصلنامه دیدگاه‌های حقوق قضایی، شماره ۶۹، بهار ۱۳۹۴، صص ۱۲۴-۹۷.

Gaillard & Banifatemi (n 62) 97, 105-10.

<sup>۲</sup> - Malicorp v Egypt (ICSID Case No ARB/08/18, Award, 7 Feb 2011) 110; Abaclat v Argentine (Decision on Jurisdiction, n 2) 349-50.

<sup>۳</sup> - UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 9;

موانع قابل شناسایی در اعمال اینگونه معاهدات نسبت به سرمایه‌گذاری پورترفولیو مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### ۱-۱) مضیق بودن مصادیق سرمایه‌گذاری

همانگونه که گفته شد برخلاف برخی از معاهدات،<sup>۱</sup> امروزه اکثریت معاهدات مصادیق سرمایه‌گذاری را به صورت غیرحصری تعیین می‌نمایند و در واقع همین گسترده بودن مصادیق ذکر شده، دیوان‌های داوری را مجاب نموده تا به معنای ذاتی و عناصر درونی مفهوم «سرمایه‌گذاری» نیز توجه نمایند.<sup>۲</sup> در همین رابطه می‌توان گفت که در صورتی که فعالیتی مطابق با معنای ذاتی سرمایه‌گذاری نباشد، چنین فعالیتی به صرف اینکه قابل تطبیق با یکی از مصادیق تمثیلی مندرج در معاهده دوجانبه می‌باشد، لزوماً به معنای تلقی آن به عنوان سرمایه‌گذاری نخواهد بود.<sup>۳</sup>

پیش از این گفته شده بود که مصادیق مذکور در معاهدات در ذیل عنوان تعریف «سرمایه‌گذاری»، حشو و زاید است<sup>۴</sup> و همچنین با عنایت به تمثیلی بودن آنها، سایر موارد ذکر نشده در این مصادیق نیز داخل در قلمرو اعمال عهدنامه خواهند بود؛<sup>۵</sup> بنابراین صرف اینکه در متن معاهدات دوجانبه صریحاً به اوراق بهادار (مانند اوراق بدهی دولتی) اشاره نشده باشد، مانعی در جهت اعمال عهدنامه نسبت به اینگونه اوراق نخواهد بود.<sup>۶</sup> با این وجود امروزه توجه ویژه‌ای به این مصادیق می‌گردد به طوری که گفته می‌شود تمثیلی بودن مصادیق ذکر شده در معاهدات دوجانبه، به معنای شمول عهدنامه نسبت به هر نوع سرمایه‌گذاری نمی‌باشد و در نتیجه، خروج نوع خاصی از مصادیق سرمایه‌گذاری از قلمرو اعمال عهدنامه نیز لزوماً نیازمند تصریح آن در معاهده نخواهد بود.<sup>۷</sup>

این دیدگاه که مبتنی بر «قاعده اثربخشی در تفسیر معاهدات» است، متضمن این نکته می‌باشد که باید به تمامی کلمات و عبارات به کار رفته در معاهدات توجه نمود تا از تفسیر آن به گونه‌ای که منجر

۱- ماده ۱۱۳۹ قرارداد تجارت آزاد آمریکای شمالی (نفتا)؛ (۱۹۹۴)؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه کانادا (۲۰۰۴).

۲ - Nova Scotia v Venezuela (n 15) 78, 80.

۳ - Inmaris v Ukraine (n 26) 131; Phoenix v Czech (n 28) 74, 82.

۴ - Dugan & Others (n 2) 251.

۵ - UNCTAD, Scope and Definition (n 3) 24;

۶ - Giovanni v Argentine (ICSID Case No ARB/07/8, Decision on Jurisdiction, 7 Nov 2014) 296.

۷ - Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 287-8.

به بی‌استفاده شدن و زاید گردیدن عبارات می‌گردد جلوگیری شود.<sup>۱</sup> به موجب این نظر، اگرچه تعریف مفهوم سرمایه‌گذاری در معاهدات دوجانبه شامل بکارگیری تعریفی گسترده از آن چیزی است که می‌تواند «سرمایه‌گذاری» محسوب شود، لیکن این تعریف به همراه بیان دسته‌بندی‌های خاصی از این مصادیق است که «اگرچه گسترده هستند اما نامحدود نیز نمی‌باشند».<sup>۲</sup>

بنابراین در صورتیکه در معاهدات دوجانبه در بیان مصادیق مفهوم سرمایه‌گذاری، به «سهام، سهم الشرکه، اوراق قرضه و دیگر اشکال مشارکت در شرکت‌ها» اشاره شده باشد (با مدنظر قرار دادن کلمه «شرکت‌ها» در این عبارت)، قلمرو اعمال چنین عهدنامه‌ای را نمی‌توان به اوراق قرضه و دیگر اوراق بهادار منتشره توسط «دولت» نیز گسترش داد.<sup>۳</sup> به هر صورت تأیید یا رد این استدلال را باید در آرای داوری آینده جستجو نمود.

### ۱-۲) سرمایه‌گذاری در قلمرو کشور پذیرنده

قلمرو اعمال برخی از معاهدات، ناظر به سرمایه‌گذاری در قلمرو کشور میزبان است.<sup>۴</sup> برای مثال ماده ۱ لایحه متن نمونه سرمایه‌گذاری ایران مقرر داشته است: «اصطلاح سرمایه‌گذاری عبارت از هر نوع مال یا دارایی از جمله موارد زیر است که توسط سرمایه‌گذاران یکی از طرف‌های متعاقد در قلمرو و طبق قوانین و مقررات طرف متعاقد دیگر (که از این پس طرف متعاقد سرمایه‌پذیر خوانده می‌شود) به کار گرفته می‌شود» (تأکید اضافه شده).

اگرچه بر طبق اصول معمول تفسیر عهدنامه‌ها، سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته در خارج از قلمرو کشور میزبان (حتی اگر به نفع کشور مطبوع نیز بوده باشد) مشمول معاهدات سرمایه‌گذاری

<sup>۱</sup> - The principle of effectiveness in the interpretation of treaties (ut res magis valeat quem pererat); Appellate Body Report, Korea – Definitive Safeguard Measure on Imports of Certain Dairy Products (WT/DS98/AB/R, adopted 12 January 2000, DSR 2000:I) 80-1; Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 293-4.

<sup>۲</sup> - Poštová banka v Hellenic (Award, n 42) 314; Poštová banka v Hellenic (Decision on Annulment, n 16) 151.

<sup>۳</sup> - Poštová banka v Hellenic (Award, n 42), 333-5.

<sup>۴</sup> - برای مثال ببینید ماده (ب) ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دو جانبه نمونه هند (۲۰۰۳)؛ ماده (۱) معاهده سرمایه‌گذاری دو جانبه نمونه ایتالیا (۲۰۰۳)؛ ماده (د) موافقت‌نامه بین‌المللی نمونه در خصوص سرمایه‌گذاری برای توسعه پایدار (۲۰۰۵)؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دو جانبه نمونه فرانسه (۲۰۰۶)؛ ماده (۲،۱) معاهده سرمایه‌گذاری دو جانبه نمونه کلمبیا (۲۰۰۷)؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دو جانبه نمونه آلمان (۲۰۰۸)؛ ماده ۱ معاهده سرمایه‌گذاری دوجانبه نمونه ایالات متحده آمریکا (۲۰۱۲).

نخواهد بود؛<sup>۱</sup> در مقابل، گفته شده است که در برخی از اقسام سرمایه‌گذاری (به ویژه سرمایه‌گذاری‌های اعتباری مانند اعطای وام)، سرمایه تخصیص یافته لزوماً به داخل قلمرو کشور میزبان منتقل نمی‌شود بلکه ممکن است در جای دیگری تحت اختیار کشور مزبور قرار گیرد؛<sup>۲</sup> به همین دلیل، نحوه اعمال شرط «لزوم سرمایه‌گذاری در قلمرو کشور میزبان» در خصوص ابزارهای مالی، با ابهام بیشتری مواجه است زیرا ممکن است این اوراق حتی به صورت فرامرزی و در کشور ثالثی (و تحت قانون آن) منتشر گردد.<sup>۳</sup>

در همین رابطه پیشنهاد شده است که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های مالی و اعتباری، «مکان» سرمایه‌گذاری با ارجاع به محل مدیون (که ذینفع انتشار اوراق بهادار است) تعیین گردد؛ برای مثال مکان سرمایه‌گذاری در رابطه با ابزارهای مالی منتشره توسط دولت، قلمرو همان دولت و همچنین مکان سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، قلمرو ثبت شرکت یا محل فعالیت اصلی همان شرکت در نظر گرفته شود، در نتیجه محل انتشار اوراق بهادار یا محل ایفای تعهد آن مورد توجه قرار نخواهد گرفت.<sup>۴</sup>

### ۱-۳) کمک به توسعه کشور میزبان

اگرچه در مقدمه عهدنامه ایسکید از کمک به توسعه اقتصادی کشور میزبان به عنوان یکی از اهداف سرمایه‌گذاری یاد شده است که منجر به گرایش برخی از دیوان‌های داوری در تلقی این عبارت به عنوان یکی از عناصر متشکله مفهوم «سرمایه‌گذاری» گردید،<sup>۵</sup> لیکن متعاقباً مفسرین و دیوان‌های

<sup>۱</sup> - *SGS v Philippines* (ICSID Case No ARB/02/6, Decision on Jurisdiction, 29 Jan 2004) 99; *Bayview Irrigation District et al v Mexican* (ICSID Case No ARB(AF)/05/1, Award, 19 Jun 2007) 116; *Grand River v USA* (UNCITRAL, Award, 12 Jan 2011) 90-106.

<sup>۲</sup> - *Fedax v Venezuela* (n 27) 28, 41; *CSOB v Slovak* (n 28) 78; *LESI SpA v Algeria* (Decision on Jurisdiction, n 63) 73.

<sup>۳</sup> - *Abaclat v Argentine* (Decision on Jurisdiction, n 2) 341(ii); *Abaclat v Argentine* (Dissenting Opinion, n 33) 79-87; *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 497, 507; Karl P Sauvart (ed), *Yearbook on International Investment Law & Policy: 2011-2012* (Oxford University Press 2013) 58-61.

<sup>۴</sup> - *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 497-500; *Abaclat v Argentine* (Decision on Jurisdiction, n 2) 374; *Deutsche Bank v Sri Lanka* (n 42) 288; *Schreuer & Others* (n 3) 140; *Bjorklund* (n 77) 129-30.

<sup>۵</sup> - *Mitchell v Congo* (n 28) 23-48; *MHS v Malaysia* (Award on Jurisdiction, n 67) 44, 48-148; Walid Ben Hamida, "Two Nebulous ICSID Features: The Notion of Investment and the Scope of Annulment Control: Ad Hoc Committee's Decision in Patrick Mitchell v Democratic Republic of Congo" 24(3) *Journal of International Arbitration* (2007) 287, 293-7.



داوری با رویگردانی از این رویکرد، بیان داشتند که فقدان این عنصر لزوماً به معنای فقدان وجود سرمایه‌گذاری نیست.<sup>۱</sup>

در مقابل، این موضوع از زاویه نگاه معاهدات دوجانبه همچنان محل بحث است، زیرا امروزه بسیاری از اینگونه معاهدات حاوی عبارتی در خصوص توسعه کشورهای طرفین معاهده هستند؛ برای مثال در مقدمه متن نمونه سرمایه‌گذاری ایران چنین آمده است: «دولت جمهوری اسلامی ایران و دولت ... که از این پس طرف‌های متعاقد نامیده می‌شوند، با علاقه‌مندی به تحکیم همکاری‌های اقتصادی در جهت تأمین منافع هر دو دولت [...] توافق نمودند».

گفته شده است که کمک به توسعه کشور میزبان، نباید لزوماً وسیع و موفق‌آمیز بوده باشد؛ همچنین چنین توسعه‌ای صرفاً نباید ناظر به تأثیر سرمایه‌گذاری بر تولید ناخالص داخلی (GDP) باشد بلکه باید دیگر اشکال توسعه‌ای همچون توسعه پتانسیل انسانی، سیاسی و اجتماعی و همچنین حمایت از محیط زیست داخلی و بین‌المللی نیز به حساب آید.<sup>۳</sup> در کنار این استدلال‌ها، این دیدگاه نیز در رابطه با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار وجود دارد که برای بررسی تأثیر این نوع سرمایه‌گذاری بر توسعه کشور میزبان، مجموع اوراق بهادار منتشره توسط ناشر مورد توجه قرار گیرد و نه تنها معامله صورت گرفته توسط سرمایه‌گذار.<sup>۴</sup>

ذکر این نکته نیز لازم است که به طور کلی امروزه در کنار انتقاد از توجه بیش از حد به اهداف مندرج در مقدمه عهدنامه‌های دوجانبه،<sup>۵</sup> این استدلال نیز تقویت شده است که مطالب ذکر شده در مقدمه اینگونه عهدنامه‌ها، صرفاً بیان اهداف عهدنامه است و نه شرایط اعمال مقررات آن؛<sup>۶</sup> به بیان دیگر، کمک به توسعه کشور میزبان نتیجه و دست‌آورد احتمالی سرمایه‌گذاری خواهد بود.<sup>۷</sup> با این وجود در خصوص سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی، این دیدگاه نیز در آرای جدیدتر وجود دارد که

<sup>۱</sup> - Quiborax v Bolivia (n 2) 220-5; Saba Fakes v Turkey (n 16) 111; LESI SpA v Algeria (Decision on Jurisdiction, n 63) 72; Casado v Chile (n 63) 232; Schreuer & Others (n 3) 117, 131-3; Williams & Foote (n 28) 63.

<sup>۲</sup> - Mitchell v Congo (n 28) 33; Deutsche Bank v Sri Lanka (n 42) 306-7.

<sup>۳</sup> - Schreuer & Others (n 3) 134.

<sup>۴</sup> - Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 487; Cf. Waibel (n 44) 235.

<sup>۵</sup> - Plama v Bulgaria (ICSID Case No ARB/03/24, Decision on Jurisdiction, 8 Feb 2005) 193.

<sup>۶</sup> - Société Générale v Dominican (n 61) 33.

<sup>۷</sup> - Quiborax v Bolivia (n 2) 220-2; Casado v Chile (n 63) 232; K'T v Kazakhstan (ICSID Case No ARB/09/8, Award, 17 Oct 2013) 171.

سرمایه گذاری مزبور باید منجر به کسب منافع توسط دولت میزبان نیز شده باشد تا بتواند مشمول قلمرو اعمال معاهدات سرمایه گذاری قرار گیرد.<sup>۱</sup>

### ۱-۴) سرمایه گذاری بر طبق قانون ملی

امروزه در بسیاری از معاهدات دوجانبه و (غالباً) در قسمت مربوط به تعریف واژه سرمایه گذاری، از عبارت «بر طبق قانون دولت میزبان»<sup>۲</sup> و یا دیگر جملات مشابه استفاده شده است که از آن تحت عنوان «احاله» به قانون ملی یاد می شود و به موجب آن، نقض قانون ملی دارای یک اثر حقوقی بین المللی خواهد بود.<sup>۳</sup> در این صورت آیا مفهوم «سرمایه گذاری»، باید بر طبق قانون ملی مربوطه تعیین گردد؟ گفته شده است که چنین ارجاعی در معاهدات، به معنای تعریف مفهوم سرمایه گذاری بر طبق حقوق داخلی کشور طرف معاهده نمی باشد، بلکه صرفاً ناظر به احراز مشروعیت و قانونی بودن سرمایه گذاری است.<sup>۴</sup> در همین رابطه، برخی از دیوان های داوری از یک سو معتقدند که عدم حمایت از سرمایه گذار تنها ناظر به نقض «اصول اساسی» دولت میزبان است و نه سایر مقررات؛<sup>۵</sup> از سوی دیگر،

<sup>۱</sup> - *Abaclat v Argentine (Decision on Jurisdiction, n 2) 374; Nova Scotia v Venezuela (n 15) 130.*

<sup>۲</sup> - (In accordance with host state law) در ماده ۱ متن نمونه موافقت نامه ایران نیز، عبارت «طبق قوانین و مقررات طرف معاهد دیگر» وجود دارد. این ماده مقرر داشته است: «اصطلاح سرمایه گذاری عبارت از هر نوع مال یا دارایی است که توسط سرمایه گذاران یک طرف معاهد در قلمرو و طبق قوانین و مقررات طرف معاهد دیگر (که از این پس طرف معاهد سرمایه پذیر خوانده می شود) به کار گرفته شود» (تأکید اضافه شده). گفته می شود که امروزه، این شرط در معاهدات دوجانبه سرمایه گذاری مدرن بسیار معمول است؛ ببینید: *Tokios Tokelés v Ukraine (n 90) 84.*

<sup>۳</sup> - *Fraport AG v Philippines (ICSID Case No ARB/03/25, Award, 16 Aug 2007) 394.*

<sup>۴</sup> - *SDG v Argentine (ICSID Case No ARB/03/10, Decision on Jurisdiction, 17 Jun 2005) 33-34; Salini v Morocco (n 60) 46; Bayindir v Pakistan (n 60) 105-110; Saipem v Bangladesh (n 60) 79-82, 120-124; LESI- DIPENTA v Algérienne (n 63) II.24(iii).*

<sup>۵</sup> - *Desert Line v Yemen (ICSID Case No ARB/05/17, Award, 6 Feb 2008) 104; Rumeli v Kazakhstan (ICSID Case No ARB/05/16, Award, 29 Jul 2008) 319; LESI SpA v Algeria (Decision on Jurisdiction, n 63) 83; Cf. Quiborax v Bolivia (n 2) 263.*

همچنین ببینید: ماده (۲) ۱۴ موافقت نامه سرمایه گذاری ایران- اسلواک: «چنانچه سرمایه گذار یا سرمایه گذاری، قانون دولت میزبان را نقض کرده باشد، سرمایه گذار نمی تواند دعوی را به موجب این موافقت نامه مطرح نماید. دیوان در صورتی که این نقض به اندازه کافی جدی یا مهم باشد، دعوی را رد خواهد نمود. برای اجتناب از هرگونه تردید، نقض های زیر همواره برای رد دعوی به اندازه کافی جدی یا اساسی در نظر گرفته می شوند: (الف) کلاهبرداری؛ (ب) فرار مالیاتی؛ (ج) فساد و رشوه؛ یا (د) انجام سرمایه گذاری از طریق ارائه تصویر غلط با کلاهبرداری، پنهان کاری، فساد یا اقدام منجر به سوء استفاده از رویه».

برخی نیز معتقدند که عدم حمایت از سرمایه‌گذار، تنها در مواردی است که «قوانین مربوط به سرمایه‌گذاری»<sup>۱</sup> (مانند الزامات مربوط به ثبت شرکت‌ها)<sup>۲</sup> نقض شده باشد.

هیچ کدام از دو دیدگاه فوق قابل دفاع نمی‌باشد و به نظر می‌رسد که هر چند نقض جزئی قوانین و مقررات را نباید مانع حمایت از سرمایه‌گذار دانست،<sup>۳</sup> با این وجود در اجرای اعمال شرط سرمایه‌گذاری «بر طبق قانون دولت میزبان»، سرمایه‌گذار موظف است نه تنها کلیه قوانین کشور (همچون قوانین تخطی از الزامات تابعیتی،<sup>۴</sup> قوانین ارتشاء،<sup>۵</sup> تقلب قراردادی<sup>۶</sup> و مقررات بانک مرکزی<sup>۷</sup>) را رعایت نماید، بلکه مکلف به رعایت اصول انتزاعی کلی و اساسی قانون همچون حسن‌نیت، نظم عمومی بین‌المللی و ممنوعیت بکارگیری تقلب، ارتشاء و خدعه نیز می‌باشد.<sup>۸</sup>

چنین الزامی بسته به نوع عبارات به کار رفته در هر معاهده، ممکن است به عنوان دفاع شکلی (ایراد فقدان صلاحیت دیوان داوری) و یا ماهوی (عدم اعمال مقررات ماهوی عهدنامه دوجانبه) مورد استناد قرار گیرد.<sup>۹</sup> همچنین امروزه از شرط سرمایه‌گذاری «بر طبق قانون دولت میزبان»، به عنوان تعهد ضمنی هر معاهده سرمایه‌گذاری نام برده می‌شود؛ فلذا فقدان این عبارت در یک معاهده نیز مانع از اعمال چنین تعهدی در خصوص سرمایه‌گذار نشده است.<sup>۱۰</sup>

<sup>۱</sup> - (The laws that are related to the very nature of investment regulation); *Saba Fakes v Turkey* (n 16) 119-20.

<sup>۲</sup> - *Middle East Cement v Egypt* (ICSID Case No ARB/99/6, Award, 12 Apr 2002) 131-8; *Yaung Chi Oo v Myanmar* (ASEAN ID Case No ARB/01/1, Award, 31 Mar 2003) 62; *George Siag v Egypt* (ICSID Case No ARB/05/15, Decision on Jurisdiction, and Partial Dissenting Opinion, 11 Apr 2007) 198-201; *Veteran Petroleum v Russian Federation* (UNCITRAL, PCA Case No AA 228, Interim Award on Jurisdiction and Admissibility, 30 Nov 2009) 20-21; *Diane Desierto*, *Public Policy in International Economic Law* (Oxford University Press 2015) 324-5.

<sup>۳</sup> - *Alpha v Ukraine* (n 1) 297; *Tokios Tokelés v Ukraine* (n 90) 86, 97.

<sup>۴</sup> - *Fraport AG v Philippines* (n 119) 357-382; *Fraport v Philippines* (ICSID Case No ARB/11/12, Award, 14 Dec 2014) 444.

<sup>۵</sup> - *World Duty Free Com v Kenya* (ICSID Case No ARB/00/7, Award, 25 Sept 2006) 41-62.

<sup>۶</sup> - *Vallisoletana v El Salvador* (ICSID Case No ARB/03/26, Award, 2 Aug 2006) 253-7.

<sup>۷</sup> - *Alasdair Ross v Costa Rica* (ICSID Case No ARB(AF)/07/3, Award, 10 May 2010) 55, 57.

<sup>۸</sup> - *Gustav v Ghana* (ICSID Case No ARB/07/24, Award, 18 June 2010) 123; *Teinver v Argentina* (ICSID Case No ARB/09/1, Decision on Jurisdiction, 21 Dec 2012) 317; *Metal-Tech v Uzbekistan* (ICSID Case No ARB/10/3, Award, 4 Oct 2013) 127; *Phoenix v Czech* (n 28) 100-105; *Plama v Bulgaria* (n 64) 140.

<sup>۹</sup> - *Metal-Tech v Uzbekistan* (n 129) 127.

<sup>۱۰</sup> - *SAUR v Argentina* (ICSID Case No ARB/04/4, Decision on Jurisdiction and Liability, 6 Jun 2012) 308; *Plama v Bulgaria* (n 64) 133, 138-40; *Fraport AG v Philippines* (n 119) 402; *Stephan W Schill & Heather L Bray*, 'Good Faith Limitations on Protected Investment and Corporate

جنبه دیگری از شرط سرمایه‌گذاری بر طبق قانون ملی، در ماده ۱۱ متن نمونه موافقت‌نامه ایران تحت عنوان «دامنه شمول موافقت‌نامه» بدین نحو ذکر شده است: «این موافقت‌نامه در مورد سرمایه‌گذاری‌هایی اعمال می‌شود که به تصویب مرجع صلاحیت‌دار طرف متعاقد سرمایه‌پذیر برسد. مرجع صلاحیت‌دار جمهوری اسلامی ایران، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران می‌باشد». این شرط اهرم مناسبی است که به موجب آن، مصادیق سرمایه‌گذاری توسط مقام صلاحیت‌دار داخلی تعیین گردد.

در حقوق ایران، قانونگذار ابتدا «سرمایه‌گذاری پورتفولیو» در بازار سرمایه کشور را نیازمند اخذ مجوز از سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران دانست لیکن متعاقباً با رویگردانی از این رویه، اعطای مجوز توسط سازمان بورس و اوراق بهادار را برای فعالیت در بازار سرمایه کشور کافی دانست و در مقابل، اخذ مجوز از سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران را اختیاری اعلام نمود.<sup>۱</sup> در نتیجه اکنون سرمایه‌گذار پورتفولیو می‌تواند مجوز سرمایه‌گذاری خارجی موضوع «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» را نیز دریافت نموده تا علاوه بر تسهیلات موضوع «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس»، از مزایا و تسهیلات پیش‌بینی شده در قانون یاد شده و همچنین معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری نیز برخوردار گردد.

تنها ابهام پیش رو در این خصوص معیار و ملاک سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران در اعطای مجوز است. ذکر این نکته لازم است که تنها معیار موجود در این خصوص که از ماده ۷ «آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» (مصوب ۱۳۸۱/۰۶/۲۴ هیأت وزیران) قابل استنباط است، شرط ایجاد «ارزش افزوده» (مانند افزایش سرمایه یا ارتقای مدیریت) در بنگاه اقتصادی موجود پس از سرمایه‌گذاری در اوراق سرمایه‌ای آن است؛ در نتیجه میزان سهم‌الشرکه یا سهام سرمایه‌گذار خارجی در یک شرکت ایرانی اعم از جدید یا موجود تابع محدودیت نیست و امکان اعطای مجوز به سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار سرمایه‌ای به میزان کمتر از ده درصد نیز (به شرط ایجاد ارزش افزوده) وجود دارد. در مقابل و در خصوص سایر اوراق بهادار، هیچ‌گونه معیاری

Structuring' in: Andrew D Mitchell & Others (eds), Good Faith and International Economic Law (Oxford University Press 2015) 88, 93-8.

۱ - بنیید ماده ۲ «آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۱۱ هیأت وزیران)؛ همچنین بند هشت ماده ۱ و تبصره سه ماده ۱۰ «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» (مصوب ۱۳۸۹/۰۱/۲۹ هیأت وزیران).

در مقررات فعلی وجود نداشته و امکان اعطای مجوز توسط هیأت سرمایه‌گذاری به صلاح‌دید شخصی آن هیأت خواهد بود.

## ۲- اعمال عهدنامه ایکسید

سال‌ها پیش در رویه ایکسید از اصطلاح «سرمایه فرار» به عنوان نوعی از سرمایه‌گذاری خارج از قلمرو اعمال عهدنامه ایکسید نام برده شد که در بیان خصوصیات آن به کوتاه‌مدت بودن سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود سریع و ترک کشور میزبان اشاره شد.<sup>۱</sup> در بررسی اینکه آیا خرید اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذار نوعی سرمایه‌گذاری در مفهوم عهدنامه ایکسید تلقی می‌شود یا خیر، دیوان‌های داوری معتقدند که اصولاً باید فرآیند انتشار اوراق بهادار در «بازار اولیه» تا داد و ستد آن در «بازار ثانویه»<sup>۲</sup> را مجموعاً مورد توجه قرار داد و تنها به بررسی معامله صورت گرفته توسط خریدار قناعت نکرد؛ زیرا سرمایه‌گذاری که مشکل از چندین قرارداد است، یک واحد کلی و تفکیک‌ناپذیر است.<sup>۳</sup> در نتیجه، خرید اوراق بهادار در بازار ثانویه<sup>۴</sup> و همچنین انتشار الکترونیکی اوراق بهادار نیز مانع اعمال عهدنامه نخواهد بود.<sup>۵</sup> در ادامه موضوع اعمال عهدنامه ایکسید نسبت به اوراق بهادار سرمایه‌ای و همچنین اوراق بهادار بدهی به صورت مجزا بررسی خواهد شد.

<sup>۱</sup> - (Volatile capital); Fedax v Venezuela (n 27) 43; Mortenson (n 25) 257, 269, footnote 38, 278; Waibel (n 44) 235.

<sup>۲</sup> - (primary/direct market) بازار اولیه بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیداً انتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد؛ (secondary/indirect market) «بازار ثانویه بازاری است که اوراق بهادار، پس از عرضه اولیه، در آن مورد داد و ستد قرار می‌گیرد [و منابع حاصل از فروش اوراق بهادار در اختیار فروشنده قرار می‌گیرد]؛ مواد (۹) و (۱۰) «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» (مصوب ۱۳۸۴/۰۹/۰۱). همچنین ببینید:

Rechtschaffen (n 33) 47-8; Frank J Fabozzi, Capital Markets: Institutions, Instruments, and Risk Management (5<sup>th</sup> edn, MIT Press 2015) 231-71.

جف مادورا، بازارها و نهادهای مالی (ترجمه ابراهیم عباسی و علی آدوسی، نشر دانشگاه الزهرا با همکاری بورس اوراق بهادار تهران، چاپ اول، ۱۳۸۸) پیوست مترجم، صص ۶۱-۵۴.

<sup>۳</sup> - Enron v Argentina (ICSID Case No ARB/01/3, Decision on Jurisdiction, 14 Jan 2004) 70; Ambiente Ufficio v Argentina (n 1) 426-31; Abaclat v Argentina (Decision on Jurisdiction, n 2) 376; CSOB v Slovak (n 28) 72.

<sup>۴</sup> - Ambiente Ufficio v Argentina (n 1) 425; Michail Dekastros, 'Portfolio Investment: Reconceptualising the Notion of Investment under the ICSID Convention' 14 The Journal of World Investment & Trade (2013) 286, 314-5.

<sup>۵</sup> - Abaclat v Argentina (Decision on Jurisdiction, n 2) 358.

## ۱-۲) اوراق بهادار سرمایه‌ای

مشارکت سرمایه‌ای (سهامداری) در شرکتی که در کشور میزبان ثبت شده است، همواره به عنوان یکی از بارزترین مصادیق «سرمایه‌گذاری» تلقی گردیده است؛<sup>۱</sup> به نحوی که در یکی از آرای صادره، به هجده پرونده در این خصوص اشاره شده است.<sup>۲</sup> در همین رابطه، دیوان‌های داوری ایکسید معتقدند که طرح دعوی توسط سرمایه‌گذاران اقلیت (که ممکن است مدیریتی نیز بر شرکت نداشته باشند) و ارجاع اختلاف آن‌ها به این مرکز نیز میسر است.<sup>۳</sup>

دیوان‌های داوری تا بدانجا پیش رفته‌اند که حق طرح دعوی را برای سرمایه‌گذاران غیرمستقیم نیز به رسمیت شناخته است؛ بدین توضیح که در مواردی شخص «الف» اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت «ب» نموده و شرکت اخیر نیز اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت «ج» می‌نماید. در این حالت، دیوان‌های داوری ایکسید طرح دعوی توسط شخص «الف» به دلیل خسارات وارده به شرکت «ج» را امکان‌پذیر و غیرقابل رد اعلام نموده‌اند. در این صورت تفاوتی ندارد که شرکت «ب» در کشور خود سرمایه‌گذار تأسیس و ثبت شده باشد و یا در کشور میزبان و یا حتی در کشور ثالث.<sup>۴</sup> هرچند این ابهام

<sup>۱</sup> - Maffezini v Spain (ICSID Case No ARB/97/7, Decision on Jurisdiction, 25 Jan 2000) 66-68; IBM v Ecuador (ICSID Case No ARB/02/10, Decision on Jurisdiction, 22 Dec 2003) 39-49; Suez and Vivendi v Argentina (ICSID Case No ARB/03/19, Decision on Jurisdiction, 14 Nov 2005) 46-51; Pan American Energy v Argentina (ICSID Case No ARB/03/13, Decision on Preliminary Objections, 27 Jul 2006) 209-299; Telenor Mobile v Hungary (ICSID Case No ARB/04/15, Award, 13 Sept 2006) 19, 27, 60; Continental Casualty Company v Argentina (ICSID Case No ARB/03/9, Decision on Jurisdiction, 22 Feb 2006) 51-54, 76-89; Parkerings-Compagniet v Lithuania (ICSID Case No ARB/05/8, Award, 13 Sept 2007) 250-254; George Siag v Egypt (ICSID Case No ARB/05/15, Decision on Jurisdiction, 11 Apr 2007) 207; Vivendi v Argentina (Decision on Annulment, n 54) 46-50; CMS v Argentina (Decision on Jurisdiction, n 88) 57-65; Lanco v Argentina (n 88) 10-16; Alex Genin v Estonia (n 89) 324; SDG v Argentina (n 119) 34; MCI v Ecuador (n 68) 152-156, 161, 164.

<sup>۲</sup> - Vivendi v Argentina (ICSID Case No ARB/97/3, Decision on Jurisdiction, 14 Nov 2005) Appendix 1.

<sup>۳</sup> - Asian Agricultural Products Sri Lanka (ICSID Case No ARB/87/3, Award, 27 Jun 1990) 95; Lanco v Argentina (n 88) 10; Champion Trading Company v Egypt (ICSID Case No ARB/02/9, Decision on Jurisdiction, 21 Oct 2003) 3.4.2; LG&E v Argentina (ICSID Case No ARB/02/1, Decision on Jurisdiction, 30 Apr 2004) 50-63; Camuzzi v Argentina (ICSID Case No ARB/03/2, Decision on Jurisdiction, 11 May 2005) 9, 81; Sempra v Argentina (ICSID Case No ARB/02/16, Decision on Jurisdiction, 11 May 2005) 92-94; El Paso v Argentina (ICSID Case No ARB/03/15, Decision on Jurisdiction, 27 Apr 2006) 138; CMS Gas v Argentina (ICSID Case No ARB/01/8), Decision on Annulment, 25 Sept 2007) 58-76; Vivendi v Argentina (Decision on Annulment, n 54) 50; CMS v Argentina (Decision on Jurisdiction, n 89) 51; Enron v Argentina (n 135) 39, 44, 49.

<sup>۴</sup> - Siemens v Argentina (ICSID Case No ARB/02/8, Decision on Jurisdiction, 3 Aug 2004) 137, 142; Ronald S Lauder v Czech (UNCITRAL, 3 September 2001); Waste Management v United Mexican States (ICSID Case No ARB(AF)/00/3, Award, 30 Apr 2004) 80, 85; Enron v Argentina (n 135) 39, 49; Schreuer (n 53) 1, 11-5.

همچنان وجود دارد که اگر شخص حقوقی «ب» نوعی صندوق سرمایه‌گذاری باشد، در این صورت آیا باز هم خرید گواهی سرمایه‌گذاری چنین صندوقی می‌تواند مشمول فروض مزبور باشد یا خیر؟<sup>۱</sup> با این وجود باید توجه داشت که کلیه دعاوی مطرح شده در این دیوان توسط سهامداران اقلیت، مربوط به اشخاصی بوده است که بیش از ده درصد از سهام شرکت موضوع دعوی را در اختیار داشته‌اند؛ فلذا تاکنون هیچ دعوی در خصوص «سرمایه‌گذاری پورتفولیوی سرمایه‌ای» در این دیوان مطرح نشده است تا بتوان ارزیابی دیوان‌های داوری را در خصوص شمول یا عدم شمول عهدنامه ایکسید نسبت به این نوع از سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار داد.<sup>۲</sup> هرچند به نظر می‌رسد که مستثنی نمودن این نوع سرمایه‌گذاری از صلاحیت ایکسید، نیازمند تصریح طرفین در اسناد رضایت است و در غیر این صورت، شمول عهدنامه ایکسید نسبت به این نوع از سرمایه‌گذاری نیز اجتناب‌ناپذیر و قطعی خواهد بود.

## ۲-۲) اوراق بهادار بدهی

جالب توجه است که در جریان تصویب عهدنامه ایکسید نیز، پیشنهادات مربوط به عدم اعمال عهدنامه نسبت به اوراق بدهی مورد موافقت قرار نگرفت.<sup>۳</sup> با این وجود علی‌رغم وجود مخالفت در گذشته مبنی بر اعمال عهدنامه ایکسید نسبت به اوراق بدهی<sup>۴</sup>، رویه فعلی ایکسید نشان از آن است که ابزارهای مالی همچون خرید اوراق قرضه می‌تواند داخل در مفهوم سرمایه‌گذاری در چهارچوب عهدنامه ایکسید قرار گیرد.<sup>۵</sup>

<sup>۱</sup> - Gruslin v Malaysia (ICSID Case No ARB/99/3, Award, 27 Nov 2000) 10.3, 15.6; Douglas (n 39) 182.

<sup>۲</sup> - Jan Peter Sasse, *An Economic Analysis of Bilateral Investment Treaties* (Springer 2011) 49.

<sup>۳</sup> - History of the ICSID Convention (n 24) part 2, 709; Ambiente Ufficio v Argentine (n 1) 496;

<sup>۴</sup> - Waibel (n 44) 226, 230-44; Michael Waibel, 'Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds In International Arbitration', 101 *American Journal of International Law* (2007) 718-29; Christoph Schereuer, 'Commentary on the ICSID Convention: Article 25', 11(2) *ICSID Review, Foreign Investment Law Journal* (1996) 316, 372; Dekastros (n 136) 286, 305-6.

<sup>۵</sup> - *Sempre Energy v Argentine* (ICSID Case No ARB/02/16, Award, 28 Sept 2007) 214; *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 456, 467-8, 471-2; *Abacat v Argentine* (Decision on Jurisdiction, n 2) 362-7; *Fedax v Venezuela* (n 27) 29; *CSOB v Slovak* (n 28) 76-91; *Giovanni v Argentine* (n 99) 296; History of the ICSID Convention (n 24) part 1, 514; Mauro Megliani, *Sovereign Debt: Genesis, Restructuring and Litigation* (Springer 2015) 544-52.

پس از گسترش انتقادات نسبت به این رویه رو به رشد دیوان‌های ایکسید،<sup>۱</sup> رویه اخیر ایکسید نشان از وجود تردید جدی در شمول مفهوم «سرمایه‌گذاری» نسبت به برخی از اوراق بدهی دولتی می‌باشد. بدین توضیح که اگرچه پیش از این گفته میشد که دیوان داوری بی‌نیاز از بررسی اهداف انتشار اوراق بهادار بدهی است،<sup>۲</sup> لیکن اکنون این استدلال جان گرفته است که باید میان انتشار اوراق بدهی با هدف پرداخت بدهی‌های دولت یا جبران کسری بودجه در مقابل انتشار سایر اوراق بدهی با اهداف اقتصادی (مانند تولید کالا یا ارائه خدمات عمومی) تفاوت گذارد و تنها اوراق دسته اخیر را داخل در مفهوم «سرمایه‌گذاری» دانست زیرا سرمایه‌گذاری به معنای تأمین منابع یک «فعالیت تجاری» است و نه یک فعالیت متضمن «امر حاکمیتی».<sup>۳</sup> مؤید این موضوع رویه سابق این دیوان نیز می‌باشد که ضمن توجه اولیه به ماهیت سرمایه تخصیص یافته توسط دولت به فعالیت‌های اقتصادی، تنها اینگونه اقدامات را به عنوان «سرمایه‌گذاری» محسوب نموده است.<sup>۴</sup>

### نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار (پورتفولیو) که آن را سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی (یعنی به میزان ده درصد و یا کمتر در اوراق بهادار سرمایه‌ای و همچنین سرمایه‌گذاری به هر میزان در سایر اوراق بهادار بدهی) و بدون کنترل و مدیریت سرمایه دانسته‌اند، با هدف بهره‌گیری از حاشیه‌های سود کوتاه مدت در بازار سرمایه صورت می‌پذیرد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذار تنها دارای حق بازگشت سرمایه از طریق فروش اوراق و دریافت سود احتمالی یا بهره آن خواهد بود. مزایا و معایب سرمایه‌گذاری پورتفولیو همچنان محل بحث است هرچند به طور خلاصه می‌توان اشاره داشت که (اولاً) این نوع سرمایه‌گذاری نمی‌تواند در مقایسه با سرمایه‌گذاری مستقیم منجر به رشد و توسعه کشور میزبان شود و فاقد مزیت‌هایی همچون انتقال مستقیم فناوری است؛ (دوماً) نوعی سرمایه‌گذاری سیال و فرار است و همچنین نوسان سریع آن در جریان سرمایه‌گذاری، ممکن است

<sup>۱</sup> - Muthucumaraswamy Sornarajah, *Resistance and Change in the International Law on Foreign Investment* (Cambridge University Press 2015) 168-3.

<sup>۲</sup> - *Ambiente Ufficio v Argentine* (n 1) 505; *Abaclat v Argentine* (Decision on Jurisdiction, n 2) 378; *Mortenson* (n 25) 257, 299, footnote 225.

<sup>۳</sup> - *Poštová banka v Hellenic* (Award, n 42) 363-4; *Waibel* (n 44) 242-4; *Waibel*, 'Opening Pandora's Box' (n 145) 711, 743-744; Cf: Marc Bungenberg & Others (eds), *International Investment Law: A Handbook* (Hart Publishing 2015) 539.

<sup>۴</sup> - *Fedax v Venezuela* (n 27) 37; *CSOB v Slovak* (n 28) 80; *Poštová banka v Hellenic* (Award, n 42) 365.



تهدیدی علیه کشور میزبان باشد. در مقابل افزایش نقدینگی بازار سرمایه کشور توسط این نوع از سرمایه‌گذاری و در نتیجه، عمیق‌تر و گسترده‌تر شدن بازار مزبور نیز قابل انکار نیست. به طور کلی تلقی سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم به عنوان سرمایه‌گذاری «خوب» و تلقی سرمایه‌گذاری پورتفولیو به عنوان سرمایه‌گذاری «بد»، ساده‌انگاری خواهد بود و هر دو نوع سرمایه‌گذاری برای توسعه کشور میزبان لازم و ضروری است. با این وجود، امروزه از یک سو دیدگاه استثناء نمودن سرمایه‌گذاری پورتفولیو از شمول معاهدات سرمایه‌گذاری در حال گسترش است و از سوی دیگر به طور جدی از تعیین مصادیق مفهوم سرمایه‌گذاری به صورت احصایی در کنار تعیین عناصر عینی آن (تعهد تأمین منابع، ریسک، مدت زمان و کمک به توسعه کشور میزبان) دفاع می‌شود.

قلمرو اعمال معاهدات نسبت به سرمایه‌گذاری پورتفولیو از نگاه معاهدات دوجانبه و همچنین عهدنامه ایکسید به طور جدا و مستقل قابل ارزیابی است به این دلیل که مفهوم سرمایه‌گذاری در معاهدات دوجانبه و عهدنامه ایکسید می‌تواند متفاوت باشد زیرا هر کدام از این اسناد از جنبه مختلفی به مفهوم «سرمایه‌گذاری» نگریسته است؛ بدین توضیح که در معاهدات دوجانبه هدف ترغیب و تشویق اشخاص به سرمایه‌گذاری در کشور میزبان و است و به محض آنکه این سرمایه‌گذاری اتفاق افتاد، حمایت از ثمره و ارزش آن مطرح می‌شود. در مقابل و در خصوص عهدنامه ایکسید، موضوع آن حمایت از خود سرمایه‌گذاری یعنی حمایت از آن چیزی است که منجر به ایجاد ثمره و ارزش می‌گردد.

در همین رابطه، اشاره به «هرگونه مشارکت در شرکت‌ها» که در متن عهدنامه‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، به روشنی شامل سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز می‌گردد، زیرا در این عهدنامه‌ها غالباً به عنصر مدیریت به عنوان پیش‌شرط مفهوم سرمایه‌گذاری اشاره نمی‌شود؛ فلذا سهامداران اقلیت نیز می‌توانند مشمول قلمرو اعمال اینگونه عهدنامه‌ها قرار گیرند.

نگاهی به رویه دیوان‌های ایکسید نشان از آن است که در تعریف مفهوم «سرمایه‌گذاری»، اگرچه طرفین اختلاف می‌توانند هرگونه اختلافی را که مایلند به این دیوان ارجاع نمایند اما آزادی آنان با معنای متداول و کلی مفهوم «سرمایه‌گذاری» در چارچوب دیوان‌های ایکسید محدود می‌شود. این مفهوم متداول به وسیله محک‌ها و معیارهای قابل تشخیص است که احراز آنان (و یا یکی از معیارها) برای شناسایی مصداق موضوع دعوی به عنوان «سرمایه‌گذاری» کافی خواهد بود. هر چند به نظر می‌رسد امروزه این دیدگاه در حال شکل‌گیری است که نقش اراده طرفین در تلقی یک موضوع به عنوان سرمایه‌گذاری باید مقدم دانسته شود مگر در مواردی که مصداق موضوع دعوی، آشکارا مخالف با معنای معمول و کلی مفهوم «سرمایه‌گذاری» باشد. در همین رابطه استدلال عمده و رو به

رشد موجود در آرای این دیوان نشان از آن است که اوراق بهادار سرمایه‌ای و بدهی، داخل در مفهوم «سرمایه‌گذاری» می‌باشند؛ فلذا صلاحیت این دیوان را می‌توان شامل سرمایه‌گذاری پورتفولیو نیز دانست.

در آخر لازم به ذکر است که اگرچه نظام معاهدات سرمایه‌گذاری مبتنی بر برقراری تعادل میان منافع دولت و سرمایه‌گذار است و در هرگونه تفسیری باید به این مهم توجه شود و از تفسیر معاهدات تنها در جهت حمایت حداکثری از منافع سرمایه‌گذار و تلقی اینگونه اسناد بین‌المللی به عنوان قراردادی یکجانبه خودداری نمود؛ با این وجود رویکرد دیوان‌های داوری در گسترش قلمرو اعمال معاهدات سرمایه‌گذاری که ناشی از توسعه اقسام مصادیق سرمایه‌گذاری است، در نهایت منجر به این خواهد شد که کشورها خود در معاهدات دوجانبه منعقد در آینده، عناصر و ویژگی‌های سرمایه‌گذاری را قید نمایند و سرمایه‌گذاری پورتفولیو را از قلمرو اعمال معاهدات مستثنی نمایند.

در همین رابطه، پیشنهاد می‌شود که معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری ایران به گونه‌ای تنظیم گردد که سرمایه‌گذاری پورتفولیو (به همراه ارائه تعریفی از آن) صریحاً از قلمرو اعمال آن مستثنی گردد و در این رابطه می‌توان قانون موافقت‌نامه تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری بین ایران و اسلوواک را به عنوان راهنمایی برای اصلاح متن نمونه موافقت‌نامه دوجانبه تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری ایران مدنظر قرار داد.

#### منابع

- 1- Association for International Arbitration (ed), *Alternative Dispute Resolution in the Energy Sector* (Maklu 2009).
- 2- Binder, Christina (ed), *International Investment Law for the 21st Century: Essays in Honour of Christoph Schreuer* (Oxford University Press 2009).
- 3- Brown, Chester & Kate Miles (eds), *Evolution in Investment Treaty Law and Arbitration* (Cambridge University Press 2011).
- 4- Brown, Chester (ed), *Commentaries on Selected Model Investment Treaties* (Oxford University Press 2013).
- 5- Bungenberg, Marc & Others (eds), *International Investment Law: A Handbook* (Hart Publishing 2015).
- 6- Charnovitz, Steve, & Others (eds), *Law in the Service of Human Dignity: Essays in Honour of Florentino Feliciano* (Cambridge University Press 2005).
- 7- Desierto, Diane, *Public Policy in International Economic Law* (Oxford University Press 2015).
- 8- Dimopoulos, Angelos, *EU Foreign Investment Law* (Oxford University Press 2011).
- 9- Dolzer, Rudolf & Christoph Schreuer, *Principles of International Investment Law* (2nd edn, Cambridge University Press 2012).
- 10- Douglas, Zachary, *The International Law of Investment Claims* (Cambridge University Press 2009).
- 11- Dugan, Christopher & Others, *Investor-States Arbitration* (Oxford University Press 2011).

- 12- Espósito, Carlos & Others (eds), *Sovereign Financing and International Law: The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing* (Oxford University Press 2013).
- 13- Fabozzi, Frank J, *Capital Markets: Institutions, Instruments, and Risk Management* (5<sup>th</sup> edn, MIT Press 2015).
- 14- Ferran, Eilis & Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law* (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2014).
- 15- Fitzmaurice, Malgosia & Others (eds), *Treaty Interpretation and the Vienna Convention on the Law of Treaties: 30 Years on* (Martinus Nijhoff Publishers 2010).
- 16- Gullifer, Louise & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy* (2<sup>nd</sup> edn, Hurt Publishing 2015).
- 17- Kinnear, Meg & Others (eds), *Building International Investment Law: The First 50 Years of ICSID* (Kluwer Law International 2016).
- 18- Megliani, Mauro, *Sovereign Debt: Genesis, Restructuring and Litigation* (Springer 2015).
- 19- Miles, Kata, *The Origins of International Investment Law: Empire, Environment and the Safeguarding of Capital* (Cambridge University Press 2013).
- 20- Mitchell, Andrew D & others (eds), *Good Faith and International Economic Law* (Oxford University Press 2015).
- 21- OECD Global Forum on International Investment, *Attracting International Investment for Development* (OECD 2003).
- 22- Paziienza, Pasquale, *The Relationship Between FDI and the Natural Environment: Facts, Evidence and Prospects* (Springer 2014).
- 23- Rechtschaffen, Alan N, *Capital Markets, Derivatives and the Law* (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2014).
- 24- Salacuse, Jeswald, *The Law of Investment Treaties* (2<sup>nd</sup> edn, Oxford University Press 2015).
- 25- Sasse, Jan Peter, *An Economic Analysis of Bilateral Investment Treaties* (Springer 2011).
- 26- Schreuer, Christoph & Others, *The ICSID Convention: A Commentary* (2<sup>nd</sup> edn, Cambridge University Press 2009).
- 27- Sornarajah, Muthucumaraswamy, *The International Law on Foreign Investment* (3<sup>rd</sup> edn, Cambridge University Press 2010).
- 28- Sornarajah, Muthucumaraswamy, *Resistance and Change in the International Law on Foreign Investment* (Cambridge University Press 2015).
- 29- VanDuzer, John Anthony & Others, *Integrating Sustainable Development into International Investment Agreements: A Guide for Developing Country Negotiators* (Commonwealth Secretariat 2013).
- 30- Voon, Tania (ed), *Trade Liberalisation and International Co-operation: A Legal Analysis of the Trans-Pacific Partnership Agreement* (Edward Elgar Publishing 2013).

- 31- Waibel, Michael, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals* (Cambridge University Press 2011).
- 32- Davis Mortenson, Julian, 'The Meaning of Investment: ICSID's Travaux and the Domain of International Investment Law' 51(1) *Harvard International Law Journal* (2010) 257-318.
- 33- Dekastros, Michail, 'Portfolio Investment: Reconceptualising the Notion of Investment under the ICSID Convention' 14 *The Journal of World Investment & Trade* (2013) 286-319.
- 34- Hamida, Walid Ben, 'Two Nebulous ICSID Features: The Notion of Investment and the Scope of Annulment Control: Ad Hoc Committee's Decision in Patrick Mitchell v Democratic Republic of Congo' 24(3) *Journal of International Arbitration* (2007) 287-306.
- 35- Schreuer, Christoph, 'Shareholder Protection in International Investment Law', (2005) 3 *Transnational Dispute Management*, 1-21.
- 36- Schereuer, Christoph, 'Commentary on the ICSID Convention: Article 25', 11(2) *ICSID Review, Foreign Investment Law Journal* (1996) 316.
- 37- Sornarajah, Muthucumaraswamy, 'Portfolio Investment and the Definition of Investment' 24(2) *ICSID Review: Foreign Investment Law Journal* (2009) 516-20.
- 38- Bjorklund, Andrea K (ed), *Yearbook on International Investment Law & Policy: 2012-2013* (Oxford University Press 2014).
- 39- Sauvant, Karl P (ed), *Yearbook on International Investment Law & Policy: 2010-2011* (Oxford University Press 2012).
- 40- Sauvant, Karl P (ed), *Yearbook on International Investment Law & Policy: 2011-2012* (Oxford University Press 2013).

Archive of SID