

## مقاله تحلیلی

## ماهیت حقوقی تعهد پذیره‌نویسی

پذیرش: ۹۹/۰۲/۲۱

دریافت: ۹۸/۰۹/۱۰

یعقوب نوروزی<sup>۱</sup>، نویسنده مسئول  
محسن شمس‌الهی<sup>۲</sup>

## چکیده

این موضوع، نشان می‌دهد که از نظر تجاری تعیین نسبت تعهد پذیره‌نویسی و نهادهایی نظیر دلالتی و حق‌العمل‌کاری و به‌طور کلی تجاری بودن یا نبودن عمل تعهد پذیره‌نویسی ضروری است. همین‌طور قرارداد موجد تعهد پذیره‌نویسی عقد است، اما در قالب هیچ‌یک از عقود معین نمی‌گنجد و یک قالب حقوقی خاص است که در آن اختیار ناشر صرفاً محدود به انتخاب متعهد پذیره‌نویسی است. از منظر تجاری نیز عمل تعهد پذیره‌نویسی را نمی‌توان عمل تجاری اصلی محسوب نمود، بلکه این عمل یک عمل تجاری تبعی است.

تعهد پذیره‌نویسی نقش مهمی در عرضه عمومی اوراق بهادار ایفا می‌کند. در واقع ناشران اوراق بهادار با دو هدف به متعهد پذیره‌نویسی مراجعه می‌کنند: هدف اول دریافت تضمین برای فروش اوراق بهادار است، تا بر اساس آن بتوانند نسبت به فروش آتی سهام خود اطمینان یابند؛ هدف دیگر ایشان نیز تسهیل یافتن خریدار برای اوراق بهادار است و از این حیث متعهد پذیره‌نویسی به‌گونه‌ای نقش واسطه‌ی ناشر و سرمایه‌گذار را نیز ایفا می‌کند. این کارکرد دوگانه‌ی تعهد پذیره‌نویسی تشخیص ماهیت حقوقی آن را دشوار می‌کند. به همین دلیل هدف اصلی این مقاله بررسی ماهیت حقوقی تعهد پذیره‌نویسی است. بررسی تحلیلی - حقوقی

طبقه‌بندی JEL: K22

اوراق بهادار / انتشار سهام / بازار اولیه / پذیره‌نویسی / تعهد پذیره‌نویسی

## ۱. مقدمه: طرح مسأله

در اواخر قرن نوزدهم پیشرفت‌های نوین تکنولوژی نیاز به اجرای طرح‌های بزرگی را به همراه آورد. انجام چنین طرح‌هایی در سطح وسیع مستلزم سرمایه‌های کلانی بود، که تأمین آن از عهده یک یا چند نفر خارج بود. از این رو برای تأمین سرمایه لازم برای چنین طرح‌های کلانی به انتشار اوراق بهادار به صورت عمومی رو آورده شد. انتشار این اوراق چندان هم ساده نبود. ناشرین نیاز داشتند تا صاحبان سرمایه را قانع کنند که اوراق بهادارشان را خریداری کنند، و از این طریق سرمایه لازم برای فعالیت‌های ایشان تأمین شود. اما این مهم معمولاً از ناشران ساخته نبود. به علاوه خطر به فروش نرسیدن اوراق بهادار منتشر شده نیز مانع مهمی بر سر راه انتشار اوراق بهادار بود. بنابراین شرکت‌ها برای انتشار اوراق بهادار نیازمند نهادی بودند که از یک سو بتواند خرید اوراق بهادار را ضمانت کند و از سوی دیگر اشخاصی را بیابد که در اوراق بهادار منتشر شده سرمایه‌گذاری کنند. عملکرد اصلی متعهدین پذیرهنویسی به طور مستقیم یا غیرمستقیم بازاریابی اوراق بهادار است؛ و بنابراین آن‌ها نقش واسطه‌ی بین ناشران و سرمایه‌گذاران را ایفا می‌کنند. در حقیقت این متعهدین پذیرهنویسی رابط میان صاحبان سرمایه از یک طرف، و از طرف دیگر اشخاص محتاج سرمایه (عمدتاً اشخاص حقوقی) هستند [۱]. علاوه بر این گفته شده متعهدین پذیرهنویسی نقش مهمی در تأیید کیفیت شرکت‌ها دارند. چرا که ایشان قبل از انتشار اوراق بهادار وضعیت ناشر را ارزیابی می‌کنند و در صورت مطلوب نبودن عرضه اوراق بهادار اجازه انتشار اوراق بهادار را نمی‌دهند [۲].

آن‌گونه که ملاحظه می‌شود متعهدین پذیرهنویسی نقش قابل توجهی در انتشار اوراق بهادار ایفا می‌کنند، و در عین حال که به نحوی فروش اوراق بهادار را تضمین می‌کنند، نقش واسطه‌ی ناشر و سرمایه‌گذاران را نیز ایفا می‌کنند. این کارکرد دوگانه تعهد پذیرهنویسی تشخیص ماهیت حقوقی

آن را دشوار می‌کند. از یک سو مشخص نیست که ماهیت تضمین فروش اوراق چیست؟ مشخصاً می‌توان گفت این تعهد در قالب عقد ضمان نمی‌گنجد، چراکه موضوع عقد ضمان دینی است که از قبل موجود است، یا دست کم سبب آن ایجاد شده است؛ در حالی که در این جا بین ناشر و سرمایه‌گذار نه از قبل رابطه داین و مدیونی برقرار است، و نه سبب چنین دینی ایجاد شده است. از سوی دیگر ماهیت نمایندگی در فروش اوراق بهادار نیز چندان روشن نیست. در حالی که ممکن است تصور شود این نوع نمایندگی به سادگی در قابل عقد وکالت می‌گنجد، اما نقش واسطه هر دو طرف بودن متعهد پذیرهنویسی و لزوم رعایت غبطه طرفین (هم ناشر اوراق بهاداری که متعهد پذیرهنویسی را به کار گمارده، و هم سرمایه‌گذاری که قرار است اوراق بهادار را به واسطه متعهد پذیرهنویسی خریداری کند) این توهم را نیز از ذهن می‌زداید.

بحث دیگری که از این حیث قابل طرح است، موضوع ماهیت تجاری تعهد پذیرهنویسی است. در این مورد باید دید که آیا این عمل حقوقی در قالب واسطه‌های تجاری نظیر حق العمل‌کاری، یا دلالی می‌گنجد یا خیر؟ به علاوه، این پرسش نیز قابل طرح است که چه تفاوتی بین تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار و کارگزاری بورس وجود دارد؟ در این مقاله برآنیم تا مسائل مطرح شده را مورد بررسی قرار دهیم. در این راستا ابتدا مباحثی مقدماتی راجع به مفهوم و ماهیت پذیرهنویسی و نیز مفهوم و اقسام تعهد پذیرهنویسی مطرح خواهد شد. سپس بحث ماهیت مدنی تعهد پذیرهنویسی مورد بررسی قرار خواهد گرفت و در پایان موضوع ماهیت تجاری آن را بررسی خواهیم نمود.

## ۲. مبانی نظری

### الف: مفهوم و ماهیت حقوقی پذیرهنویسی

پذیرهنویسی اوراق بهادار نهادی متمایز از تعهد پذیرهنویسی این اوراق است. در واقع این دو مفهوم هر چند به هم مرتبط

هستند اما کارکرد متفاوتی دارند؛ و هر یک در مرحله متفاوتی از انتشار اوراق بهادار صورت می‌گیرند. در حالی که تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار باید قبل از انتشار عمومی سهام محقق شود؛ پذیره‌نویسی پس از انتشار سهام صورت می‌گیرد. بنابراین به واسطه ارتباط تنگاتنگ این دو نهاد، برای شناسایی مفهوم و ماهیت تعهد پذیره‌نویسی ناگزیر از شناخت مفهوم و ماهیت پذیره‌نویسی هستیم.

### مفهوم پذیره‌نویسی

تا قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ در هیچ‌یک از متون قانونی به‌ویژه لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ از پذیره‌نویسی تعریفی ارائه نشده بود. در تألیفات حقوقی از پذیره‌نویسی تعاریفی به‌عمل آمده است: «پذیره‌نویسی عبارت است از قبول پیشنهادی که از طرف مؤسسین به عموم می‌شود تا قسمتی از سرمایه شرکت را تعهد کنند و با پرداخت تمام یا قسمتی از مبلغ تعهدی خود، در شرکتی که بعداً تأسیس می‌شود شریک و صاحب سهم گردند.» [۳]

حقوقدان دیگری، «پذیره‌نویسی را عمل حقوقی می‌داند که به‌موجب آن شخص تعهد می‌کند با تأمین قسمتی از سرمایه شرکت، در شرکت سهامی عام شریک شود.» [۴] برخی دیگر در تعریف پذیره‌نویسی بیان داشته‌اند «عمل حقوقی که با پرداخت مبلغی اعم از نقد یا غیر نقد (نسیه) از سوی پذیره‌نویس، مؤسسین به نمایندگی از شرکت در شرف تأسیس، متعهد به تخصیص سهم یا سهام متناسب با وجوه پرداختی می‌گردند.» [۵] حقوقدان دیگری پذیره‌نویسی را این‌گونه تعریف می‌کند: «عمل حقوقی است که به موجب آن شخصی برای ورود به شرکت سهامی عام، ... ریال مبلغ اسمی سهام را پرداخت کرده» یا پرداخت آن را تعهد می‌کند [۶].

در واقع مطابق این نظر پرداخت (بخشی به صورت نقد و بخشی غیرنقد) یا تعهد به پرداخت نقش مهمی در تحقق ماهیت پذیره‌نویسی ایفا می‌کند؛ و به ازای آن در آینده و پس

از تشکیل شرکت به شخص پذیره‌نویس سهمی متناسب با پرداخت وی از سرمایه شرکت تعلق گیرد. این مسأله در تعریف قانون اوراق بهادار از پذیره‌نویسی نیز مد نظر قرار گرفته است. در بند ۲۸ ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار در تعریف پذیره‌نویسی آمده: «پذیره‌نویسی عبارت است از فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد.»

### ماهیت حقوقی پذیره‌نویسی

درخصوص ماهیت حقوقی پذیره‌نویسی اختلاف نظر وجود دارد؛ در بحث از ماهیت حقوقی پذیره‌نویسی عده‌ای معتقدند که پذیره‌نویسی یک عمل حقوقی یک طرفه به‌شمار می‌آید؛ برخی از حقوقدانان برای پذیره‌نویسی قائل به عقد بودن عمل حقوقی مذکور می‌باشند. برخی نیز آن را ترکیبی از دو تعهد یک طرفه قلمداد می‌کنند.

قائلین به نظریه ایقاع بودن عمل حقوقی پذیره‌نویسی به این دلیل متوسل هستند که برای انعقاد قرارداد وجود حداقل دو اراده و دو طرف ضروری است و در واقع ماهیت قرارداد تبادر در وجود دو اراده است، و در مورد پذیره‌نویسی (منظور پذیره‌نویسی اولیه که توسط شرکت سهامی به منظور تأمین سرمایه صورت می‌پذیرد) هنوز شرکتی وجود ندارد که طرف قرارداد واقع شود [۷]. ایشان بر این باور هستند که برای نمایندگی یا قرارداد به نفع شخص ثالث (شرکت) شخص مزبور می‌بایست وجود خارجی داشته باشد، تا بتوان به نام او عملیاتی انجام داد. در صورتی که شرکت در شرف تأسیس هنوز موجودیت قانونی ندارد تا بتوان به نمایندگی یا به نفع او قراردادی منعقد کرد. بنا به این مراتب چون پذیره‌نویس یا مؤسسان طرف معامله نیست و شرکتی هم وجود ندارد که طرف معامله قرار گیرد رویه قضایی این سند را یک تعهد یک طرفه غیرقابل فسخ تلقی می‌کند، اگر از نظریه ماهیت قراردادی تعهد صرف نظر کنیم، در مقابل دو تعهد یک طرفه قرار می‌گیریم یکی تعهد مؤسسان که با انتشار اعلامیه

پذیره‌نویسی تعهد کرده‌اند کلیه اقدامات لازم برای تأسیس شرکت را انجام دهند و دیگر تعهد پذیره‌نویس که تعهد به پرداخت سرمایه کرده است. [۳] و [۶]

نظریه‌ای که بین حقوقدانان در خصوص ماهیت حقوقی پذیره‌نویسی با استقبال بیشتری روبرو است نظریه قراردادی بودن پذیره‌نویسی است. در حقوق فرانسه برخی به قرارداد پذیره‌نویسی تعبیر کرده‌اند. رویه قضایی فرانسه تا آنجا پیش رفته است که آن را قرارداد دوطرفه [۸] تلقی می‌کند. ایراداتی که در حقوق فرانسه بر نظریه قراردادی بودن پذیره‌نویسی وارد می‌شود این است که اگر پذیره‌نویسی را قرارداد تلقی کنیم، قرارداد با چه کسی منعقد می‌شود؟ با مؤسسان یا با خود شرکت؟ [۹] همان ایرادی را که برخی حقوقدانان بر نظریه قراردادی بودن وارد نموده‌اند [۷]، در واقع در اینجا هم وارد است که چون هنوز شرکتی وجود ندارد، امکان انعقاد قرارداد با آن وجود ندارد [۹].

به نظر می‌رسد که تعریفی که قانون‌گذار در بند ۲۸ ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار از پذیره‌نویسی به عمل آورده، تردیدی در پذیرش ماهیت قراردادی پذیره‌نویسی باقی نمی‌گذارد. چراکه پذیره‌نویسی را به «فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن» تعریف می‌کند. ایراد مربوط به عدم وجود طرف معامله و عدم تحقق شخصیت حقوقی ناشر در زمان انعقاد معامله نیز به نظر وارد نمی‌رسد. زیرا هر چند تشکیل شخصیت حقوقی کامل شرکت در شرف تأسیس منوط به طی برخی تشریفات مؤخر بر پذیره‌نویسی است؛ اما به نظر می‌رسد قانون‌گذار برای شرکت در شرف تأسیس پس از عرضه عمومی اوراق بهادار تشکیل شخصیت حقوقی ناقصی را مدنظر داشته است. موضوع این شخص حقوقی انجام امور لازم به منظور تأسیس شرکت است؛ و در این حدود دارای اهلیت دارا شدن حق و تکلیف و طرف معامله واقع شدن است. یکی از این امور طرف قرارداد خرید سهام واقع شدن است. چنانچه در ماده (۶) لایحه اصلاحی قانون تجارت افتتاح حساب بانکی به نام شرکت در شرف تأسیس

پیش‌بینی شده است؛ در حالی که اگر قانون‌گذار شخصیت حقوقی ناقص شرکت در شرف تأسیس را نمی‌پذیرفت، هیچ‌گاه حکم به افتتاح حساب بانکی به نام آن نمی‌داد، چرا که افتتاح حساب برای شخص غیر موجود متصور نیست.

تعریفی که قانون اوراق بهادار از ناشر ارائه داده نیز مؤید این است که این قانون شخصیت حقوقی ناقص شرکت در شرف تأسیس را قبل از انتشار اوراق بهادار پذیرفته است؛ چراکه در بند ۱۵ ماده (۱) قانون بازار در تعریف ناشر آمده است: «شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند.»؛ در حالی که در شرکت در شرف تأسیس (که ناشر اوراق بهادار محسوب می‌شود) زمان انتشار اوراق بهادار قبل از تحقق شخصیت حقوقی است. ادعای انصراف ناشر در این ماده به شرکت‌های موجودی که اوراق بهادار منتشر می‌کنند نیز قابل قبول به نظر نمی‌رسد زیرا هیچ قرینه‌ای بر این انصراف وجود ندارد و لذا به نظر می‌رسد اطلاق این واژه به قوت خود باقی است و شامل شرکت‌های در شرف تأسیس هم می‌شود. لذا به نظر می‌رسد این قانون شخصیت حقوقی ناقصی را برای ناشر مدنظر داشته که قادر است اوراق بهادار را منتشر کند، و طرف قراردادهای لازم برای تأسیس شرکت قرار گیرد. از سوی دیگر، این تعریف این شبهه را که مؤسسين طرف قرارداد پذیره‌نویسی اوراق بهادار در بازار اولیه هستند از ذهن می‌زداید؛ چراکه ناشر اوراق بهادار در واقع همان موجب قرارداد پذیره‌نویسی است و عرضه اوراق بهادار به طور عمومی از سوی آن، ایجاب محسوب می‌شود؛ وقتی پذیرفته شود که موجب شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند، شبهه پیش گفته نیز دفع می‌شود.

آن‌گونه که برخی حقوقدانان گفته‌اند، تردیدی در این نیست که قرارداد مزبور قراردادی الحاقی است؛ و تأثیر اراده سرمایه‌گذاران در آن صرفاً در حد ورود به نظم از پیش تهیه شده است و امکان مذاکره بر مفاد قرارداد را ندارند. هر چند برخلاف آنچه ایشان گفته‌اند که در این قراردادها نباید لزوماً در پی عوض و معوض بود [۱۰]؛ باید گفت که این قرارداد

را باید عقدی معوض محسوب نمود؛ اگرچه ممکن است از حیث پاره‌ای جهات با عقود سنتی معوض متفاوت باشد. چراکه انگیزه اصلی سرمایه‌گذاران از خرید سهام سود است، و آن‌ها در عوض سرمایه‌ای که به ناشر می‌دهند، حق خاصی نسبت به شرکت به دست می‌آورند، که در اوراق بهادار متجلی می‌گردد؛ و می‌توانند بر مبنای آن در سود آینده آن شریک شوند. به همین دلیل است که قانون‌گذار در مقام تعریف پذیره‌نویسی در ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، آن را «خرید اوراق بهادار» معرفی کرده است [۱۱].

#### ب: مفهوم تعهد پذیره‌نویسی

قرارداد تعهد پذیره‌نویسی اساساً یک توافق خرید سهام است. این توافق روابط اساسی بین ناشر، سهامداران فروشنده و گروه تعهد پذیره‌نویسی را تنظیم می‌کند. محتوای این توافق عمدتاً شامل شروط فروش، نمایندگی‌ها و تضمین‌ها، شروط بستن عرضه و شروط راجع به فسخ معامله است. یک قرارداد رسمی بین ناشر و بانک سرمایه‌گذاری باید تعهدات بانک را در ارتباط با تعهد پذیره‌نویسی، توزیع و مشاوره تعیین کند و علاوه بر این حقوق بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز باید مورد توافق قرار گیرد [۱۲].

اثر اصلی این قرارداد ایجاد تعهد پذیره‌نویسی است. در قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ در بند ۳۲ ماده (۱) تعهد پذیره‌نویسی این‌گونه تعریف شده است: «تعهد پذیره‌نویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که به فروش نرسد.» علاوه بر این در بند ۱۳ ماده (۱) دستورالعمل عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران که در سال ۱۳۹۲ به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است در تعریف گروه متعهدین پذیره‌نویسی آمده است: «گروهی است که بابت تعهد خرید سهام در عرضه اولیه توسط مدیر عرضه [۱۳] تشکیل می‌شود.»

آن‌گونه که از این تعاریف برمی‌آید تعهد پذیره‌نویسی عبارت است از تعهد خرید اوراق بهادار در صورت به فروش

نرسیدن آن‌ها. به نظر می‌رسد این تعریف جامع نیست. زیرا دربرگیرنده همه مصادیق تعهد پذیره‌نویسی نمی‌شود. در واقع آن‌گونه که در ادامه بحث خواهد آمد تعهد پذیره‌نویسی ممکن است صرفاً ناظر بر نمایندگی در فروش اوراق بهادار از سوی ناشر باشد، بدون این که متعهد پذیره‌نویسی متعهد به خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن آن‌ها باشد. به عبارت دیگر تعهد پذیره‌نویسی همواره توأم با تقبل ریسک و خطر به فروش نرسیدن اوراق بهادار نیست. شاید این اشکال از ترجمه نه‌چندان دقیق واژه "underwriting" ناشی شده است. در واقع هر چند تعریف ارائه شده از این اصطلاح با واژه تعهد پذیره‌نویسی سازگار به نظر می‌رسد؛ اما با ماهیت واقعی آن انطباق کامل ندارد. چراکه تعهد پذیره‌نویسی بر دو قسم است: گاه متعهدین پذیره‌نویسی در برابر ناشرین تعهد می‌کنند که کلیه اوراق بهادار شرکت را بفروشند؛ و تقریباً می‌توان گفت که تعهد آن‌ها برای فروش اوراق بهادار تعهد به نتیجه است؛ اما گاه متعهدین پذیره‌نویسی، متعهد می‌شوند که نهایت تلاش خود را در جهت فروش اوراق بهادار به‌کار برند.

#### تعهد پذیره‌نویسی مطلق [۱۴]

در این نوع قرارداد، متعهدین پذیره‌نویسی در ازای دریافت بخشی از قیمت فروش اوراق بهادار، مسئولیت توزیع اوراق بهادار برای ناشر را می‌پذیرند. به این نحو که متعهدین پذیره‌نویسی همه اوراق بهادار یا بخش عمده‌ای از آن را از ناشر به یک قیمت ثابت می‌خرند، و ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادار را بر عهده می‌گیرند [۱]. در این روش اجرت متعهدین پذیره‌نویسی عبارت است از تفاوت بین قیمتی که متعهد پذیره‌نویسی، سهام را از ناشر می‌خرد و قیمتی که بانک می‌تواند سهام را به سرمایه‌گذاران بفروشد [۱۵].

در این نوع قرارداد اعضای گروه متعهدین پذیره‌نویسی، اوراق بهادار را از ناشر به‌عنوان اصیل خریداری می‌کنند. وقتی که توافق تعهد پذیره‌نویسی امضا شد، اعضای گروه

تعهد پذیرهنویسی در معرض ریسکی برای قیمت خرید هستند. چراکه اگر آن‌ها نتوانند اوراق بهادار را مجدداً بفروشند، خطر به فروش نرسیدن آن‌ها برعهده ایشان خواهد بود. بنابراین در این روش، مدیر متعهدان پذیرهنویسی معمولاً گروه تعهد پذیرهنویسی را به منظور تقسیم ریسک تشکیل می‌دهند [۱۶].

درواقع در این نوع قرارداد بانک سرمایه‌گذاری [۱۷] اوراق بهادار را واقعاً از شرکت می‌خرد، و آن‌ها را مجدداً به سرمایه‌گذاران بازفروش می‌کند. از لحاظ نظری این توافق مستلزم این است که بانک ریسک به فروش نرسیدن کامل اوراق بهادار را بپذیرد؛ اما بانک‌ها این خطر را به دو طریق کاهش می‌دهند:

۱. از طریق ایجاد سندیکای متعهدان پذیرهنویسی که متشکل است از بانک‌های سرمایه‌گذاری متعدد. این بانک‌ها مجموعاً سهام شرکت را می‌خرند و برای آن بازاریابی می‌کنند. از این طریق خطر ناکافی بودن تقاضا برای اوراق بهادار کاهش می‌یابد.

۲. بانک‌های سرمایه‌گذاری اقدامات زیادی برای تعیین این‌که آیا تقاضای کافی برای سهام وجود دارد، قبل از انتشار سهام انجام می‌دهند. [۱۵]

#### تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش [۱۸]

در این نوع قرارداد ناشر ریسک‌ها را برعهده می‌گیرد؛ زیرا متعهدین پذیرهنویسی که عرضه عمومی را اجرا می‌کنند، متعهد شده‌اند که در تلاش‌هایشان برای عرضه اوراق بهادار بین خریداران نهادی و خریداران خرد کوشا باشند [۱].

به عبارت دیگر، متعهد پذیرهنویسی واقعاً اوراق بهادار را نمی‌خرد؛ بلکه به عنوان نماینده ناشر عمل می‌کند، و هرگز در معرض ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادار قرار نمی‌گیرد؛ و تنها متعهد شده است که نهایت تلاشش را در عرضه و فروش اوراق بهادار به‌کار برد [۱۹]؛ هر چند که ممکن است بار برخی هزینه‌های مربوط را بپذیرد. بنابراین از آنجایی که

در این روش متعهد پذیرهنویسی هیچ ریسکی به جز برخی هزینه‌های عرضه را متقبل نمی‌شود، معمولاً گروه متعهدین پذیرهنویسی تشکیل نمی‌شود، چرا که ریسک چندانی به وی تحمیل نمی‌شود تا بخواهد از طریق تشکیل گروه آن را تقلیل دهد؛ هر چند که ممکن است از دیگر کارگزاران/معامله‌گران برای کمک در توزیع اوراق بهادار بهره‌بردار [۱۶].

به عبارت دیگر، در این نوع از عرضه اوراق بهادار بانک‌های سرمایه‌گذاری هیچ‌گونه تضمینی درباره موفقیت کامل عرضه ارائه نمی‌دهند؛ و در عوض تعهد می‌کنند که نهایت تلاششان را برای فروش اوراق بهادار شرکت به قیمت مورد توافق انجام دهند. اما اگر تقاضای کافی برای اوراق بهادار نباشد، مسئولیتی ندارند. این نوع توافق بیشتر در مورد شرکت‌های کوچک با ریسک بالا رایج است. در این نوع قرارداد متعهدین پذیرهنویسی معمولاً بر اساس تعداد سهامی که فروخته شده کمیسیون دریافت می‌کنند [۱۵].

تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش خود بردو گونه است: یکی روش همه یا هیچ [۲۰] و دیگری روش حداقل- حداکثر [۲۱]. در روش همه یا هیچ، بستن [۲۲] عرضه مشروط است بر این که همه اوراق بهادار فروخته شود. اگر در طول مدت تعیین شده همه اوراق بهادار به فروش نرسد، عرضه پایان می‌یابد، و هیچ‌یک از پیشنهادهاى ابراز شده برای خرید اوراق بهادار پذیرفته نخواهد شد. در روش حداقل- حداکثر، حداقلی از اوراق بهادار باید فروخته شود. اگر این حداقل فروش به دست نیاید، عرضه پایان می‌یابد و پیشنهادات ابراز شده برای خرید اوراق بهادار پذیرفته نخواهد شد [۱۶].

در هر حال، در عمل تفاوت‌های بین این دو نوع تعهد پذیرهنویسی کم‌اهمیت است. در یک تعهد پذیرهنویسی مطلق، توافق تعهد پذیرهنویسی تا زمانی که مدیر اطمینان کافی نیابد امضا نمی‌شود؛ زیرا در دوره انتظار سهام پیش‌فروش می‌شوند و اگر پیش‌فروش خوب نباشد متعهدین پذیرهنویسی توافق تعهد پذیرهنویسی را امضا نخواهند کرد، و عرضه قطع خواهد شد [۱۶]. لذا در عمل در این موارد هم

متعهدان پذیرهنویسی ریسک بالایی را متحمل نمی‌شوند و ناشر وضع بهتری نسبت به روش حداکثر تلاش نمی‌یابد. بنابراین معنایی که از این اصطلاح در مقررات راجع به اوراق بهادار مدنظر بوده است «خرید اوراق بهادار توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری و سپس فروش آن به عموم است، یا اخذ نمایندگی از ناشران توسط متعهد پذیرهنویسی به منظور فروش اوراق بهادار به عموم» است. بر این اساس به نظر می‌رسد که تعریفی که در قانون اوراق بهادار ایران از تعهد پذیرهنویسی ارائه نموده است با هیچ‌یک از این دو قسم تعهد پذیرهنویسی سازگار نیست. بنابراین در عمل تعهد پذیرهنویسی در بازار اوراق بهادار ایران به یکی از دو صورت انجام می‌شود: قسم اول تعهد پذیرهنویسی کامل است، که عبارت است از تعهد متعهد پذیرهنویسی به خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن آن‌ها؛ و دیگری تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش است که شامل تعهد متعهد پذیرهنویسی بر اعمال حداکثر تلاش خود در جهت به فروش رسیدن اوراق بهادار، بدون این‌که متعهد پذیرهنویسی ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادار را برعهده گیرد. عدم پیش‌بینی تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش در قانون بازار اوراق بهادار اصل امکان توافق ناشر و متعهد پذیرهنویسی بر تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش را محل تردید قرار می‌دهد [۲۳]. به خصوص که در ماده (۱۱) دستورالعمل عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران در مورد عرضه اولیه اوراق بهادار از طریق ثبت سفارش به‌طور صریح آمده است که: «مدیر عرضه به تنهایی یا به‌همراه گروه متعهدین باید تعهد نماید که سهام خریداری نشده در عرضه اولیه را تا سقف تعهد خرید از سهام قابل عرضه خریداری نماید در هر حال، مسئولیت اجرای تعهد خرید سهام برعهده مدیر عرضه خواهد بود.» این ترتیب قابل انتقاد به نظر می‌رسد. با این توضیح که، متعهدین پذیرهنویسی به‌عنوان نهاد مالی واسط در بازار

سرمایه به تناسب اختیارات و ظرفیت‌هایی که در زمینه انجام فعالیت‌های مرتبط با بازار سرمایه دارند، جهت نیل به مقاصد و برنامه‌های اقتصادی حاکم در راستای تحقق اهداف مورد نظر و باتوجه به شرایط و اوضاع و احوال بازار سرمایه اقدام به انعقاد قراردادهای متفاوت با ناشران اوراق بهادار می‌نمایند. به این شکل که در صورت تشخیص مناسب بودن اوضاع بورس اوراق بهادار و وجود سرمایه‌گذاران بالقوه برای خرید اوراق بهادار و اطمینان از این موضوع اقدام به انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی قطعی می‌نماید. اما در صورتی که متعهد پذیرهنویسی با توجه به شرایط بازار و ناشر احتمال دهد که قادر نیست تمام اوراق بهادار ناشر را به فروش برساند و در صورت عدم فروش خود متعهد به خریداری آن اوراق می‌شود؛ با شرکت ناشر قرارداد پذیرهنویسی خود را به این صورت تنظیم می‌کنند که تمام تلاش خود را برای فروش اوراق بهادار انجام دهند؛ ولی در صورت به فروش نرسیدن اوراق بهادار تعهدی نسبت به خرید اوراق و فروش نرفته را نداشته باشند (تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش). در صورتی که امکان انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش پیش‌بینی نشود، متعهدین پذیرهنویسی با ناشرین اوراق بهاداری که ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادارشان از حد مشخصی بالاتر است، طرف قرارداد واقع نخواهند شد؛ و این امر مانعی جدی بر راه انتشار بسیاری از اوراق بهادار ایجاد می‌کند. همچنین گفته شده عدم پیش‌بینی امکان تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش، سبب افزایش هزینه‌های عرضه می‌شود [۲۴]. البته با توجه به این‌که در ماده (۱۶) این دستورالعمل تعیین روابط بین مدیر متعهدین پذیرهنویسی و ناشر حدود وظایف و مسئولیت‌های هر یک به قرارداد فیما بین که به تأیید بورس می‌رسد، محول شده است؛ به نظر می‌رسد امکان توافق بر محدود کردن مسئولیت متعهد پذیرهنویسی در جریان عرضه عمومی اوراق بهادار، به شرط تأیید بورس، وجود دارد.

### ج: تحلیل ماهیت مدنی و تجاری تعهد پذیرهنویسی

همانگونه که در مبحث مفهوم و اقسام تعهد پذیرهنویسی ملاحظه شد، تعهد پذیرهنویسی یک نهاد حقوقی پیچیده و چندوجهی است، که همزمان آثار متعددی به همراه دارد. این تعهد در عین حال که تضمینی برای فروش اوراق بهادار فراهم می‌آورد؛ به‌گونه‌ای سبب نمایندگی متعهد پذیرهنویسی در فروش اوراق بهادار نیز می‌گردد. بر این اساس در این بحث ابتدا ماهیت مدنی تعهد پذیرهنویسی را مورد بررسی قرار می‌دهیم. علاوه بر این مسأله دیگری که در این راستا قابل طرح است، موضوع جایگاه این نهاد حقوقی در حقوق تجارت است؛ هدف از این بحث که تحت عنوان ماهیت تجاری تعهد پذیرهنویسی مطرح می‌شود؛ این است که آیا تعهد پذیرهنویسی عمل تجاری اصلی یا تبعی محسوب می‌شود یا خیر؟ برای این منظور این تعهد با آن دسته از مصادیق عمل تجاری که با آنها دارای قرابت ظاهری است مورد مقایسه قرار می‌گیرد؛ تا مشخص شود آیا می‌توان تعهد پذیرهنویسی را عمل تجاری اصلی محسوب نمود یا خیر؟

### ۳. روش تحقیق

روش تحقیق این مطالعه، از نوع توصیفی-تحلیلی با شواهد متن محور است.

### ۴. تجزیه و تحلیل

#### الف: ماهیت مدنی تعهد پذیرهنویسی

در این زمینه اولاً این مسأله مورد بررسی قرار خواهد گرفت که آیا با توجه به ویژگی‌های این توافق می‌توان آن را عقد به حساب آورد؟ و ثانیاً در صورت پذیرش عقد بودن آن چه نوع عقدی محسوب می‌شود؟

#### عقد بودن توافق بر تعهد پذیرهنویسی

عقد عبارت است از توافق دو یا چند اراده به منظور ایجاد اثر حقوقی [۲۵]. تعهد پذیرهنویسی در اثر توافق اراده ناشرو متعهد

پذیرهنویسی ایجاد می‌شود و واجد آثار حقوقی متعددی است که در ادامه مورد بررسی قرار خواهد گرفت. بنابراین ظاهراً اشکالی در پذیرش عقد بودن این توافق وجود ندارد.

بنابراین در مواردی که انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه از سوی شرکت تازه تأسیس صورت می‌گیرد، ممکن است گفته شود که به واسطه عدم تحقق شخصیت حقوقی شرکت در زمان انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی و عدم ایجاد اهلیت تمتع و استیفاء در آن نمی‌توان توافق مزبور را عقد محسوب نمود؛ خصوصاً این که نمی‌توان مؤسسین را نیز طرف معامله محسوب نمود [۳]. با این وجود، همان‌طور که در بحث ماهیت حقوقی پذیرهنویسی آمد، به نظر می‌رسد، شرکت در شرف تأسیس نیز دارای شخصیت حقوقی ناقصی است که بر اساس آن دارای اهلیت طرف معامله واقع شدن برای معاملات لازم برای تأسیس شرکت است. بنابراین با توجه به این که انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی جزء قراردادهای لازم برای تأسیس شرکت است [۲۶]، شرکت در شرف تأسیس می‌تواند طرف آن قرار گیرد. بر این اساس تردیدی در عقد بودن توافق بر تعهد پذیرهنویسی به نظر نمی‌رسد.

#### ماهیت عقد موجد تعهد پذیرهنویسی

دوگانگی آثار حقوقی عقد موجد تعهد پذیرهنویسی سبب می‌شود که این عقد ماهیتی دوگانه داشته باشد. بنابراین ماهیت مدنی عقد موجد تعهد پذیرهنویسی را با توجه به هر یک از آثار آن جداگانه مورد بررسی قرار خواهیم داد.

#### کارکرد تضمین فروش اوراق بهادار

یکی از کارکردهای اصلی قراردادهای تعهد پذیرهنویسی، تضمین فروش اوراق بهادار است، به نحوی که ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادار از عهده ناشر برداشته شود، و به متعهد پذیرهنویسی منتقل شود. به عنوان مقدمه باید گفت که این کارکرد تعهد پذیرهنویسی صرفاً در تعهد پذیرهنویسی مطلق وجود دارد و تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش واجد این اثر نخواهد بود.

در نظام حقوقی ما عقودی نظیر ضمان و رهن عقود تضمینی محسوب می‌شوند. بی تردید نمی‌توان قرارداد تعهد پذیرهنویسی را در قالب عقد ضمان یا رهن قرار داد. چرا که موضوع عقود رهن و ضمان دینی است که از قبل موجود است، یا دست‌کم سبب آن ایجاد شده است؛ در حالی که در این جا بین ناشر و سرمایه‌گذار نه از قبل رابطه داین و مدیونی برقرار است، و نه سبب چنین دینی ایجاد شده است.

اثر این قراردادها دارای آثاری شبیه به بیع یا تعهد به بیع است. بنابراین در ادامه به مقایسه قرارداد تعهد پذیرهنویسی با این دو قرارداد خواهیم پرداخت.

### بیع

تمایز تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش با قرارداد بیع کاملاً مشخص است. چرا که در این نوع قرارداد متعهد پذیرهنویسی صرفاً متعهد می‌شود که نهایت تلاش خود را در جهت فروش اوراق بهادار مبذول دارد، و این امر کاملاً متفاوت از بیع است. بنابراین تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش به هیچ عنوان قابلیت انطباق با نهاد بیع را نخواهد داشت.

در مقابل اگر آنگونه که در حقوق آمریکا تعهد پذیرهنویسی کامل تعریف گردیده است، این قسم تعهد پذیرهنویسی را خرید اوراق بهادار به منظور فروش آن‌ها به سرمایه‌گذاران بدانیم [۱]؛ تعهد پذیرهنویسی مطلق از حیث ماهیت مصداق بیع خواهد بود. چرا که بیع عبارت است از تملیک عین به عوض معلوم (ماده ۳۳۸ قانون مدنی)، و در قرارداد تعهد پذیرهنویسی هم اوراق بهادار از سوی ناشر به تملک متعهد پذیرهنویسی در می‌آید. این ایراد نیز که موضوع قرارداد بیع لزوماً باید عین باشد، و موضوع قرارداد مزبور عین نیست نیز وارد نیست؛ چرا که علاوه بر این که اوراق بهادار دارای پایگاه مادی است، و از این حیث می‌توان آن را عین یا دست‌کم در حکم عین محسوب نمود (پایگاه مادی آن ورقه سهم است که نشان‌دهنده حق سهام دار نسبت به شرکت است)؛ باید گفت که لزوم عین بودن موضوع عقد بیع صرفاً از حیث

خروج تملیک منفعت از قلمرو شمول آن است، و به معنی نفی بیع بودن تملیک اموال غیرمادی نیست [۲۷].

برخی بر مبنای همین توجیه معتقدند که «در مورد ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی در شیوه متداول در بازار سرمایه سایر کشورها نظیر آمریکا؛ باید تعهد حاصل از این قرارداد را تعهدی استوار و قطعی دانست که اثر اصلی آن ایجاد حق عینی نسبت به اوراق بهادار موضوع قرارداد است.» [۲۸]

این نظریه، هر چند از این جهت که قرارداد تعهد پذیرهنویسی به شیوه متداول در ایالات متحده آمریکا را موجد حق عینی تلقی می‌کند؛ صحیح به نظر می‌رسد؛ لیکن از این حیث که این قرارداد را تعهدی می‌داند که «اثر اصلی آن ایجاد حق عینی نسبت به اوراق بهادار موضوع قرارداد» می‌داند محل اشکال است. چرا که اگر قرارداد تعهد پذیرهنویسی را قرارداد تملیکی بدانیم؛ دیگر نمی‌توان اثر آن را ایجاد تعهد دانست و اگر این قرارداد را عهده بدانیم دیگر نمی‌توان اثر مستقیم این قرارداد را ایجاد حق عینی تلقی نمود.

معدلک با توجه به تعریفی که از تعهد پذیرهنویسی در ماده (۱) قانون اوراق بهادار به عمل آمده است؛ تعهد پذیرهنویسی را، ولو از نوع تعهد پذیرهنویسی مطلق باشد نمی‌توان بیع محسوب کرد. چرا که در ماده مذکور در تعریف این نهاد به خرید سهم اشاره نشده و صرفاً به تعهد خرید سهم در صورت پیدا نشدن مشتری اشاره شده است.

### تعهد بر بیع

در قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ در بند ۳۲ ماده (۱) تعهد پذیرهنویسی این‌گونه تعریف شده است: «تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری که ظرف مهلت پذیرهنویسی به فروش نرسد.» بر اساس این تعریف که اختصاص به تعهد پذیرهنویسی مطلق دارد، می‌توان قائل بر این بود که تعهد پذیرهنویسی مطلق تعهد بر بیع محسوب می‌شود.

در واقع متعهد پذیرهنویسی با انعقاد قرارداد پذیرهنویسی متعهد می‌شود تا در صورت به فروش نرسیدن اوراق بهادار

در عرضه اولیه این اوراق را خریداری نماید. به همین دلیل برخی معتقدند «می‌توان با توجه به وجود التزام غیرقابل فسخ از جانب متعهد پذیرهنویس و همچنین نبود الزام برای ناشر جهت فروش اوراق بهادار به فروش نرفته در جریان پذیرهنویسی قرارداد مزبور را مشابه نهاد قولنامه در حقوق موضوعه ایران دانست که متعهد پذیرهنویس در صورت وجود سهام در سررسید، ملتزم به انعقاد قرارداد ثانویه و خرید اوراق مزبور می‌شود و ناشر با انعقاد قرارداد اولیه صرفاً حق الزام متعهد پذیرهنویس را به دست می‌آورد و التزامی به فروش اوراق بهادار به متعهد پذیرهنویس برای ناشر متصور نیست.» [۲۹]

در واقع، تعهد متعهد پذیرهنویسی به خرید اوراق بهادار فرع بر تعهد وی بر فروش اوراق بهادار است. در واقع در قرارداد تعهد پذیرهنویسی تعهد اصلی متعهد پذیرهنویسی بر فروش اوراق بهادار به نام ناشر است. بنابراین در تعهد پذیرهنویسی کامل تعهد متعهد پذیرهنویسی بر فروش اوراق بهادار ناشر تعهد به نتیجه است، و در صورت به فروش نرسیدن این اوراق وی متعهد به خرید اوراق بهادار است. اما در تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش، تعهد متعهد پذیرهنویسی بر فروش اوراق بهادار تعهد به وسیله است، و صرفاً متعهد است نهایت تلاش خود را در جهت فروش اوراق بهادار اعمال کند. بنابراین در صورت به فروش نرسیدن اوراق بهادار مسئولیتی متوجه وی نیست و مسئولیت ناشی از به فروش نرسیدن اوراق بهادار بر عهده ناشر قرار می‌گیرد. معذک این تعهد منجز نیست، و تحقق اثر آن معلق بر به فروش نرسیدن اوراق بهادار است.

#### کارکرد نمایندگی در فروش اوراق بهادار

یکی دیگر از آثار اصلی قرارداد تعهد پذیرهنویسی سپردن اداره و بازاریابی عرضه به متعهد پذیرهنویسی است. در واقع در این موارد ناشر به متعهد پذیرهنویسی اختیار می‌دهد تا برای اوراق بهادار منتشر شده، خریدار پیدا کند. این نمایندگی هم در تعهد پذیرهنویسی مطلق، و هم در تعهد پذیرهنویسی

با حداکثر تلاش، به متعهد پذیرهنویسی تفویض می‌شود؛ با این تفاوت که در تعهد پذیرهنویسی مطلق تعهد متعهد پذیرهنویسی بر یافتن خریدار برای اوراق بهادار، تعهد به نتیجه است، و در صورت عدم تحقق این امر وی متعهد به خرید اوراق بهادار خواهد بود؛ در حالی که در تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش، تعهد وی تعهد به وسیله است، و بنابراین تعهد وی صرفاً محدود بر این است که نهایت تلاش خود را برای فروش اوراق بهادار اعمال کند.

#### وکالت

مطابق تعریف مقرر در ماده ۶۵۶ قانون مدنی «وکالت عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود می‌نماید.» وکالت عقدی جایز است که به موجب آن وکیل پس از اعطای وکالت از سوی موکل برای انجام اموری که به وی وکالت داده شده است مطابق دستورات موکل و مصلحت ایشان اقدام می‌نماید. همچنین به موجب ماده ۶۶۷ قانون مدنی وکیل نمی‌تواند خارج از حدود وکالت عمل نماید و در تصرفات خود آنچه را بالصراحه به او اختیار داده شد، یا بر حسب قراین و امارات و عرف و عادت داخل در اختیار او است تجاوز نماید.

متعهد پذیرهنویسی پس از انعقاد قرارداد با ناشر مطابق شرایط مورد توافق به نمایندگی از طرف ناشر اقدام به عرضه و فروش اوراق بهادار به عموم سرمایه‌گذاران می‌کند. نمایندگی رابطه حقوقی است که به موجب آن عمل حقوقی انجام شده به وسیله شخصی (نماینده) آثاری به سود و زیان شخص دیگر به وجود آورد [۳۰]. این ویژگی ظاهراً در تعهد پذیرهنویسی نیز وجود دارد. بنابراین ممکن است تصور شود که نمایندگی متعهد پذیرهنویسی از ناشر در قالب عقد وکالت می‌گنجد. معذک بین این دو از جهاتی تفاوت است:

از یک سو در حالی که وکالت عقدی اذنی است و به موجب آن موکل به وکیل اذن می‌دهد که برای او با شخص

خاص یا شخص غیرمعینی معامله کند؛ هر دو قسم قرارداد تعهد پذیرهنویسی عقدی عهدی است و حتی در قرارداد تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش نیز برای متعهد پذیرهنویسی این تعهد ایجاد می‌شود که حداکثر تلاش خود را در جهت به فروش رساندن اوراق بهادار منتشر شده، مبذول دارد. بر همین مبنا در حالی که وکالت عقدی جایز محسوب می‌شود؛ قرارداد تعهد پذیرهنویسی قراردادی است که دست کم از طرف متعهد پذیرهنویسی لازم است.

همچنین، به واسطه این که وکیل در فروش یک کالا تعهدی بریافتن مشتری برای آن ندارد؛ چنانچه وکیل نتواند آن کالا را بفروشد، نمی‌توان گفت که وکیل متعهد به خرید کالا است، مگر در ضمن عقد وکالت تعهد به خرید مورد معامله از سوی وکیل در صورت عدم امکان فروش آن از طرف وکیل شرط شود. در حالی که در تعهد پذیرهنویسی مطلق اگر به هر دلیلی فروش اوراق بهادار میسر نشود، متعهد پذیرهنویسی مکلف به خرید اوراق بهادار است.

علاوه بر این، وکیل مکلف است غبطه موکل را در اقداماتی که به حساب وی انجام می‌دهد، رعایت کند، در غیر این صورت اعمال وی نافذ نخواهد بود. در مقابل وکیل هیچ تعهدی در جهت رعایت مصلحت طرف معامله ندارد. در حالی که متعهد پذیرهنویسی هر چند از سوی ناشر انتخاب می‌شود؛ مکلف است بیطرف عمل کند و مصلحت ناشر و سرمایه‌گذار را لحاظ کند.

#### قالب حقوقی خاص

متعهد پذیرهنویسی هر چند توسط ناشر به کار گمارده می‌شود، اما در رابطه با طرف قرارداد (خریدار یا پذیرهنویس نهایی) نیز تعهداتی دارد و می‌بایست به گونه‌ای عمل کند که علاوه بر رعایت مصلحت موکل، تعهدات مزبور را در مقابل طرف قرارداد هم رعایت کند. به عبارت دیگر در حالی که در عقد وکالت، وکیل مکلف به رعایت غبطه موکل است؛ متعهد پذیرهنویسی مکلف است علاوه بر ناشر غبطه خریدار

اوراق بهادار را نیز رعایت کند. حتی وی در این راه نمی‌تواند صرفاً به اظهارات ناشر اعتماد کند، بلکه باید مستقلاً صحت و کمال اطلاعات ارائه شده در اظهارنامه را بررسی کند [۳۱]. به همین دلیل است که در رویه قضایی ایالات متحده آمریکا، متعهد پذیرهنویسی را وکیل مدافع شیطان [۳۲] خوانده‌اند [۳۳].

قاضی وینستون در پرونده‌ی لیسکو [۳۳] برای اولین بار اصطلاح وکیل مدافع شیطان را برای بیان موقعیت متعهدین پذیرهنویسی در برابر ناشر به کار برد. وی نوشت که یک متعهد پذیرهنویسی نباید «صرفاً... به توضیحات مدیران شرکت گوش دهد... متعهدین پذیرهنویسی باید نقش وکیل مدافع شیطان را ایفا کنند.»

بر اساس رأی لیسکو توانایی بانک‌های سرمایه‌گذاری برای ایفای نقش خصمانه در برابر ناشر، در کنار اعتبار آن بانک، نقش مهمی در موفقیت عرضه دارد و این امر دلیل خوبی بر لزوم اعمال سطح بالایی از تحقیق توسط متعهدین پذیرهنویسی است. «دادگاه باید در بررسی عمل متعهدین پذیرهنویسی دقت زیادی به خرج دهد. زیرا آن‌ها باید موقعیت معارض و خصمانه‌ای را در برابر ناشر بپذیرند. سرمایه‌گذار بالقوه ممکن است احتمال دهد که برخی ناشران دروغ می‌گویند؛ اما او احتمالاً اعتماد بیشتری به سطح متوسط رعایت اخلاقیات بین متعهدین پذیرهنویسی‌ای که دارای شهرت و اعتبار قابل قبولی هستند، خواهد داشت.»

از زمان صدور رأی در پرونده لیسکو اصطلاح «وکیل مدافع شیطان» برای بیان موقعیت متعهدین پذیرهنویسی در برابر ناشران اوراق بهادار رایج شده و در متون مختلف مورد استناد واقع شده است. منظور از این که بانک‌های سرمایه‌گذاری باید در برابر ناشران به عنوان وکیل مدافع شیطان عمل کنند، این است که بانک‌های سرمایه‌گذاری موظف هستند علی‌رغم این که توسط ناشران انتخاب می‌شوند، در انجام تحقیقات خود بی‌طرفانه عمل کنند؛ بنابراین این تعبیر، تعبیری غیر از استقلال متعهدین پذیرهنویسی است [۳۴].

بنابراین نمی‌توان متعهد پذیرهنویسی را وکیل ناشر محسوب نمود. چراکه هرچند متعهد پذیرهنویسی توسط ناشر انتخاب می‌شود و به نام ناشر عمل می‌کند، و اجرت خود را نیز از ناشر می‌گیرد؛ اما تعهدات وی فراتر از یک وکیل است. در واقع اختیار ناشر در این زمینه صرفاً محدود به برگزیدن متعهد پذیرهنویسی و انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی است، و پس از انعقاد این قرارداد، متعهد پذیرهنویسی در یک قالب حقوقی خاص قرار می‌گیرد که در آن چارچوب دارای اختیارات و وظایفی است که ممکن است ناشر از آن‌ها بی‌اطلاع بوده، یا حتی با آن‌ها مخالف باشد.

بنابراین قرارداد تعهد پذیرهنویسی [۳۵] عقدی غیرمعین است که طی آن ناشر در چارچوب ضوابط مقرر در قانون بازار اوراق بهادار و سایر مقررات، متعهد پذیرهنویسی را برمی‌گزیند، و مجموعه‌ای از تکالیف قانونی را بروی تحمیل می‌کند. بر اساس این عقد متعهد پذیرهنویسی سمت واسطه‌ی مالی بین ناشر و سرمایه‌گذاران را بر عهده می‌گیرد؛ و علاوه بر آن ممکن است متعهد شود در صورت عدم فروش اوراق بهادار آن‌ها را خریداری کند. این قرارداد ممکن است با شرط تعهد متعهد پذیرهنویسی به خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن آن‌ها همراه باشد که در این صورت تعهد پذیرهنویسی مطلق خواهد بود و یا بدون این شرط باشد که در این صورت تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش خواهد بود.

#### ب: ارزیابی ماهیت تجاری تعهد پذیرهنویسی

بحثی که در این جا مطرح است این است که آیا تعهد پذیرهنویسی عمل تجاری اصلی یا تبعی محسوب می‌شود یا خیر؟ برای این منظور این تعهد با آن دسته از مصادیق عمل تجاری که با تعهد پذیرهنویسی نزدیک است مورد مقایسه قرار می‌گیرد؛ تا مشخص شود آیا می‌توان تعهد پذیرهنویسی را عمل تجاری اصلی محسوب نمود یا خیر؟

به عنوان مقدمه این بحث باید گفت که تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار متمایز از کارگزاری است. با توجه به بندهای ۱۳

و ۱۴ ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، کارگزار شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها معامله می‌کند، و کارگزار- معامله‌گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند. در قانون تجارت و قانون بازار اوراق بهادار کارگزاری جزو مصادیق عمل تجاری نیامده است. برخی حقوقدانان عمل کارگزاران را صرفاً در صورتی تجاری می‌دانند که وی به نام خود و به حساب غیر عمل کند، که در این صورت به واسطه حق العمل کار محسوب شدن عملش تجاری محسوب می‌شود [۳۶]. هرچند کارگزاران نیز ممکن است به عنوان متعهد پذیرهنویسی عمل کنند؛ معذک یک تمایز عمده بین تعهد پذیرهنویسی و کارگزاری وجود دارد. در حالی که تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار صرفاً در بازار اولیه اوراق بهادار صورت می‌گیرد، و متعهدین پذیرهنویسی به عنوان واسطه ناشر و سرمایه‌گذاران بالقوه عمل می‌کنند؛ حوزه‌ی فعالیت کارگزاران عمدتاً در بازار ثانویه متمرکز است، و ایشان به عنوان واسطه سهامداران فعلی شرکت و خریداران سهام عمل می‌کنند.

#### تفاوت تعهد پذیرهنویسی و حق العمل کاری

حق العمل کار، مطابق تعریف ماده ۳۵۷ قانون تجارت «کسی است که به اسم خود ولی به حساب دیگری معاملاتی کرده و در مقابل حق العملی دریافت می‌دارد.»

در حق العمل کاری که نمایندگی با واسطه و یا به عبارتی ناقص [۳۷] خوانده می‌شود، نمایندگی در دو مرحله انجام می‌گیرد. در مرحله اول قرارداد به نام نماینده و به حساب اصیل بسته می‌شود و هیچ رابطه حقوقی مستقیمی میان اصیل و طرف دیگر قرارداد به وجود نمی‌آید. و بر عکس این نماینده است که طرف معامله با اصیل قرار می‌گیرد و نظم قراردادی بر او حکومت می‌کند و در مرحله دوم اصیل می‌بایست تعهدهای ناشی از عقد را به جای آورد و نماینده نیز متعهد است که حقوق کسب شده را به اصیل بدهد. در

نتیجه همین انتقال طلب نیز اصیل حق پیدا می‌کند که به طرف قرارداد رجوع کند [۳۸].

حق‌العمل کاری در رابطه بین حق‌العمل کار با آمر و در رابطه با طرف (اصیل) آثاری متفاوت دارد. به این شرح که حق‌العمل کار باید در حدود اختیارات و دستورات آمر عمل کند. و مصلحت او را رعایت کند (مواد ۳۶۱، ۳۶۴ و ۳۷۰ قانون تجارت) و هم چنین به موجب ماده ۳۵۹ باید او را از جریان اقدامات خود مستحضر نماید. لازم به ذکر است که حق‌العمل کار در برابر آمر مسئول اجرای تعهدات طرف قرارداد نیست مگر در موارد استثنایی [۳۹]. در مقابل آمر نیز می‌بایست حق‌العمل کار را مطابق مواد ۳۶۹ و ۳۷۰ قانون تجارت پرداخت نماید. در رابطه حق‌العمل کار با طرف، حق‌العمل کار برخلاف وکالت که وکیل وظیفه اجرای تعهدات قراردادی را نداشته و حق مطالبه حقوقی ناشی از قرارداد را نیز ندارد، می‌بایست خود تعهدات قراردادی را اجرا کند، چون اگرچه تعهدات مزبور را به حساب آمر پذیرفته، لکن به نام خود عمل کرده است و طرف قرارداد فقط با وی روبرو است. (ماده ۳۵۸ قانون تجارت)

تفاوت‌های موجود بین تعهد پذیرهنویسی و حق‌العمل کاری موجب تمایز بنیادین این دو است. قرارداد حق‌العمل کاری به واسطه‌ی تبعیت آن از قواعد حاکم بر وکالت به موجب ماده ۳۵۸ قانون تجارت عقدی اذنی و جایز است و به موجب آن آمر به حق‌العمل کار اذن می‌دهد که به نام خود و برای آمر با شخص خاص یا شخص غیرمعینی معامله کند؛ در حالی که هر دو قسم قرارداد تعهد پذیرهنویسی عقد لازم و عهدی محسوب می‌شود و حتی در قرارداد تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش نیز برای متعهد پذیرهنویسی این تعهد ایجاد می‌شود که حداکثر تلاش خود را در جهت به فروش رساندن اوراق بهادار منتشر شده، مبذول دارد. علاوه بر این در حالی که در حق‌العمل کاری، حق‌العمل کار در واقع به نام خود عمل می‌کند و به واسطه‌ی اصیل محسوب شدن در مقابل طرف قرارداد، خود او مسئول و

متعهد به اجرای تعهدات قراردادی است [۴۰] اما در تعهد پذیرهنویسی، متعهد پذیرهنویسی به نام شرکت عمل می‌کند و در برابر سرمایه‌گذاران اصیل محسوب نمی‌شود؛ و بر همین مبنا متعهد به اجرای تعهدات ناشر در برابر سرمایه‌گذاران نیست.

### تفاوت تعهد پذیرهنویسی و دلالی

دلالی مطابق تعریف مندرج در ماده ۳۳۵ قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ عبارت است از وساطت در انجام معامله و پیدا کردن طرف معامله برای کسی که می‌خواهد معاملاتی انجام دهد. دلالی اصولاً تابع مقررات راجع به وکالت می‌باشد، دلال طرفین معامله را به یکدیگر نزدیک و معرفی نموده و شرایط و خصوصیات معامله را برای طرفین تشریح کرده و سعی دارد که طرفین را به انعقاد معامله سوق دهد و بعضی اوقات هم در تنظیم سند معامله همکاری می‌نماید.

در میان نهادهای موجود، عمل تعهد پذیرهنویسی شاید انطباق و تشابه بیشتری با نهاد دلالی داشته باشد؛ شرکت‌های تأمین سرمایه مطابق تعریف مندرج در بند ۱۸ ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار به‌عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند. در واقع اقدام شرکت‌های تأمین سرمایه در جهت پیدا کردن مشتریان سرمایه‌دار برای خرید اوراق بهادار شرکت‌های ناشر نیازمند سرمایه، دلالی به معنی و مفهوم مقرر در قانون تجارت است؛ شرکت تأمین سرمایه با انعقاد قرارداد با شرکت ناشر جهت توزیع و فروش اوراق بهادار به عموم سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در قرارداد تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش، نقش دلال یا واسطه‌گر دارد، و به دنبال پیدا کردن طرف معامله (سرمایه‌گذار) برای خرید اوراق بهادار شرکت ناشر است. و پس از ارائه شرایط و خصوصیات معامله (مورد نظر شرکت ناشر) به مخاطبین عرضه اوراق بهادار سعی در انعقاد معامله (پذیرهنویسی) می‌نماید و از بابت عمل خویش اجرت دریافت می‌کند. حتی سهم بودن شرکت

تأمین سرمایه در نفع حاصله از فروش اوراق بهادار هم به مانند سهام بودن دلال در موضوع معامله ممکن است به صورت درصد معینی از منافع حاصل از فروش باشد [۴۱]. از دیگر وجوه تشابه نهاد دلالی با تعهد پذیره‌نویسی، تعلق اجرت یا حق دلالی پس از اتمام معامله یا انعقاد قرارداد می‌باشد [۴۲].

علی‌رغم وجوه تشابه بین نهاد دلالی به مفهوم مقرر در قانون تجارت و قانون دلالان [۴۳]، به نظر می‌رسد تعهد پذیره‌نویسی ماهیتاً متمایز از دلالی است. از یک سو همان‌گونه که در خصوص عقد وکالت گفته شد متعهد پذیره‌نویسی هر چند از سوی ناشر تعیین می‌شود و طرف قرارداد با وی قرار می‌گیرد؛ اما مکلف است بی طرف عمل کند و در اجرای اعمال خود منافع دو طرف را ملحوظ دارد. از سوی دیگر در تعهد پذیره‌نویسی مطلق متعهد پذیره‌نویسی متعهد به خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن آن‌ها خواهد بود؛ در حالی که در دلالی در صورتی که دلال برای آمر طرف معامله پیدا نکند؛ خود متعهد به طرف معامله قرار گرفتن با عامل نیست و حتی از معامله با خود منع شده است. [۴۱] علاوه بر این در حالی که با توجه به ماده ۳۳۵ ق.ت. که دلالی را تابع قواعد حاکم بر عقد وکالت می‌داند، دلالی عقدی جایز است [۴۴]، هر دو قسم قرارداد تعهد پذیره‌نویسی قرارداد لازم محسوب می‌شود.

#### ج: خرید و فروش اموال منقول

چنانچه تعهد پذیره‌نویسی مطلق را خرید اوراق بهادار و سپس فروش آن به سرمایه‌گذاران بدانیم؛ ممکن است عمل تعهد پذیره‌نویسی را مصداق خرید اموال منقول جهت فروش تلقی کرد که بر اساس بند ۱ ماده (۲) قانون تجارت عمل تجاری محسوب می‌شود؛ هرچند برخی حقوق‌دانان عمل خرید و فروش سهام را عمل تجاری محسوب نمی‌کنند؛ با این استدلال که سهام داران با این عمل در واقع اموال خود را اداره می‌کنند [۴۵].

در هر حال تعریف مزبور در حقوق ایران پذیرفته نشده و تعهد پذیره‌نویسی صرفاً حاوی تعهد متعهد پذیره‌نویسی بر خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن اوراق بهادار منتشر شده از سوی وی است. بنابراین نمی‌توان هیچ یک از اقسام تعهد پذیره‌نویسی را با استناد به بند ۱ ماده (۲) قانون تجارت عمل تجاری اصلی محسوب نمود.

#### عمل تجاری تبعی بودن

اعمال تجاری تبعی، به اعمالی اطلاق می‌شود که مشمول ماده (۲) قانون تجارت نبوده و به خودی خود تجاری محسوب نمی‌شوند بلکه به اعتبار تاجر بودن شخصی که مبادرت به آن فعالیت می‌نماید، تجاری قلمداد می‌شود. اعمال تجاری تبعی اعمالی هستند که به اعتبار تاجر بودن متعاملین یا یکی از آنها تجاری تلقی می‌شود [۴۶]. چنانچه به موجب بند ۴ ماده (۳) قانون تجارت کلیه معاملات شرکت‌های تجاری به اعتبار تاجر بودن متعاملین یا یکی از آنها تجاری محسوب می‌شود. بنابراین هر چند عمل تجاری اصلی دانستن تعهد پذیره‌نویسی به واسطه مطالب پیش‌گفته قدری دشوار به نظر می‌رسد اما با توجه به این که عملیات مربوط به تعهد پذیره‌نویسی معمولاً توسط شرکت‌های تأمین سرمایه که در قالب سهامی عام تأسیس می‌گردند، که به موجب ماده (۲) لایحه اصلاحی قانون تجارت در هر حال تجاری محسوب می‌شوند، صورت می‌پذیرد؛ می‌توان قایل به وصف تجاری تبعی برای تعهد پذیره‌نویسی بود.

#### ۵. نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار نهادی متمایز از پذیره‌نویسی این اوراق است. پذیره‌نویسی عبارت است از فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی وی و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد؛ در حالی که منظور از تعهد پذیره‌نویسی تعهد یک نهاد واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران است بر یافتن مشتری برای اوراق بهادار تازه منتشر شده است که ممکن است به همراه تعهد به خرید اوراق بهادار در صورت به فروش نرسیدن آن‌ها باشد.

تعهد پذیرهنویسی، ماهیتاً قرارداد محسوب می‌شوند. پ تعهد پذیرهنویسی قراردادی است که بین ناشر و متعهد پذیرهنویسی منعقد می‌شود. ایراد مربوط به عدم وجود طرف معامله و عدم تحقق شخصیت حقوقی ناشر در زمان انعقاد معامله نیز وارد به نظر نمی‌رسد. زیرا هر چند تشکیل شخصیت حقوقی کامل شرکت در شرف تأسیس منوط به طی برخی تشریفات مؤخر بر قراردادهای تعهد پذیرهنویسی است؛ اما به نظر می‌رسد قانونگذار برای شرکت در شرف تأسیس قبل از تشکیل شرکت نیز، شخصیت حقوقی ناقصی را مدنظر داشته است. موضوع این شخص حقوقی انجام امور لازم به منظور تأسیس شرکت است؛ و در این حدود دارای اهلیت دارا شدن حق و تکلیف و طرف معامله واقع شدن است.

در خصوص ماهیت عقد موجد تعهد پذیرهنویسی باید گفت که این قرارداد را نمی‌توان مصداق هیچ یک از قراردادهای معین قرار داد. از یک سو، نمی‌توان متعهد پذیرهنویسی را وکیل ناشر محسوب نمود. چراکه هر چند متعهد پذیرهنویسی توسط ناشر انتخاب می‌شود و به نام ناشر عمل می‌کند، و اجرت خود را نیز از ناشر می‌گیرد؛ اما تعهدات وی فراتر از یک وکیل است. به همین دلیل است که اصطلاح «وکیل مدافع شیطان» برای بیان موقعیت متعهدین پذیرهنویسی در برابر ناشران اوراق بهادار رایج شده و در متون مختلف مورد استناد واقع شده است. به این معنی که بانک‌های سرمایه‌گذاری موظفند علی‌رغم این که توسط ناشران انتخاب می‌شوند، در انجام تحقیقات خود بی‌طرفانه عمل کنند.

علاوه بر این نمی‌توان این قرارداد را در قالب بیع یا تعهد به بیع تحلیل نمود. زیرا درست است که در تعهد پذیرهنویسی کامل تعهد متعهد پذیرهنویسی بر فروش اوراق بهادار، تعهد به نتیجه است و در صورت به فروش نرسیدن این اوراق وی متعهد به خرید اوراق بهادار است. اما تعهدات ناشر محدود به این نیست و در مرحله اول تعهد ناشر ناظر است بر این که

اوراق بهادار ناشر را به فروش برساند. در تعهد پذیرهنویسی با حداکثر تلاش نیز، تعهد متعهد پذیرهنویسی بر فروش اوراق بهادار تعهد به وسیله است، و صرفاً متعهد است نهایت تلاش خود را در جهت فروش اوراق بهادار اعمال کند. بنابراین در صورت به فروش نرسیدن اوراق بهادار مسئولیتی متوجه وی نیست.

بنابراین، تعهد پذیرهنویسی، قراردادی غیرمعین است که طی آن ناشر در چارچوب ضوابط مقرر در قانون بازار اوراق بهادار و سایر مقررات، متعهد پذیرهنویسی را بر می‌گزیند، و مجموعه‌ای از تکالیف قانونی را بر وی تحمیل می‌کند. بر اساس این عقد متعهد پذیرهنویسی سمت واسطه مالی بین ناشر و سرمایه‌گذاران را بر عهده می‌گیرد و متعهد می‌شود برای اوراق بهادار منتشر شده مشتری بیابد. در واقع اختیار ناشر در این زمینه صرفاً محدود به برگزیدن متعهد پذیرهنویسی و انعقاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی است، و پس از انعقاد این قرارداد، متعهد پذیرهنویسی در یک قالب حقوقی خاص قرار می‌گیرد که در آن چارچوب دارای اختیارات و وظایفی است که ممکن است ناشر از آن‌ها بی اطلاع بوده، یا حتی با آن‌ها مخالف باشد. علاوه بر این، به نظر می‌رسد تعهد پذیرهنویسی در قلمرو هیچ یک از اعمال تجاری ذاتی (نظیر دلالتی و حق العمل‌کاری) قرار نمی‌گیرد و فقط به موجب بند ۴ ماده (۳) قانون تجارت مبنی بر تجاری بودن کلیه معاملات شرکت‌های تجاری؛ و این که عملیات مربوط به تعهد پذیرهنویسی معمولاً توسط شرکت‌های تأمین سرمایه که در قالب سهامی عام تأسیس می‌گردند، صورت می‌پذیرد می‌توان قایل به وصف تجاری تبعی برای تعهد پذیرهنویسی بود.

#### پی‌نوشت

1- Greene, 1981, p. 762.

2- Choi S. J., 1998, p. 958.

۳- ستوده تهرانی، ۱۳۸۶، ص. ۳۲۰-۳۳.

۴- اسکینی، حقوق تجارت، شرکت‌ها، ج ۱، ۱۳۸۵، ص. ۵۲.

۵- پاسبان، ۱۳۸۵، ص. ۱۰۶.

- ۶- صقري، ۱۳۹۳، ص ۴۶۸.
- ۷- ستوده تهراني، ۱۳۸۶، ص ۳۶.
- 8- Contrat Synallamatique.
- ۹- اسکيني، حقوق تجارت، شرکت‌ها، ج ۱، ۱۳۸۵، ص ۳۲-۳۳.
- ۱۰- پاسبان، ۱۳۸۵، ص ۱۰۹.
- ۱۱- برخي معتقدند «تشکیل شرکت تجاری مانند شرکت مدنی دارای ماهیت خاصی است که حقوقدانان ترجیح می‌دهند آن را با اصطلاح اتحاد معرفی کنند تا قرارداد. پذیره‌نویسی نیز ماهیتاً اتحاد است. با این تحلیل در جریان پذیره‌نویسی موسسین نقش ایجاب‌کننده یا قبول‌کننده صرف و یا متعهد یا متعهدله صرف را ندارند، بلکه موقعیت آنها دقیقاً مانند سایر پذیره‌نویسان است و خود آن‌ها نیز پذیره‌نویس می‌باشند.» (دمرچیلی، حاتمی و قرائی، ۱۳۸۷، ص ۱۰۹) این دیدگاه اگرچه از حیث توجه به ماهیت خاص پذیره‌نویسی و این که موسسین طرف قرارداد پذیره‌نویسی نیستند بلکه خود نیز پذیره‌نویس محسوب می‌شوند، قابل تأیید به نظر می‌رسد؛ اما به نظر می‌رسد این امور منافاتی با قرارداد بودن پذیره‌نویسی ندارد. کما این که در عقد بودن شرکت مدنی نیز تردیدی نیست.
- ۱۲- شمس الهی، ۱۳۹۱، ص ۲۷.
- ۱۳- مطابق بند ۱۴ ماده ۱ دستورالعمل عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران مدیر عرضه «کارگزار یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که مدیریت عرضه اولیه سهام در عرضه اولیه به روش ثبت سفارش را بر عهده می‌گیرد.»
- 14 - Firm Commitment Underwriting.
- 15 - Megginson & Smart, 2008, p. 203.
- 16 - Gutterman, 1994, p. 192.
- ۱۷- بانک سرمایه‌گذاری (Investment Bank) که در قانون بازار اوراق بهادار شرکت تأمین سرمایه خوانده شده است نهادی است که معمولاً تعهد پذیره‌نویسی را انجام می‌دهد.
- 18 - Best Efforts underwriting.
- 19 - Klings, 1985, p. 1065.
- 20 - All-or-None Underwriting.
- 21 - Minimum-Maximum Underwriting.
- 22 - Closing.
- ۲۳- همین مسائل سبب شده برخي این گونه استنباط کنند که در حقوق ایران، تعهد پذیره‌نویسی با حداکثر تلاش پذیرفته نشده است. (مافی و فلاح تفتی، ۱۳۹۵، ص ۱۶۳).
- ۲۴- مافی و فلاح تفتی، ۱۳۹۵، ص ۱۶۳.
- ۲۵- کاتوزیان، ۱۳۸۷، ص ۲۱.
- ۲۶- مطابق ماده ۲ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار «عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه، منوط به ثبت آن نزد سازمان با رعایت مفاد قانون و این دستورالعمل می‌باشد.» در ماده ۵ این دستورالعمل، «فرم تقاضای ثبت، بیانه ثبت و حسب مورد طرح اعلامیه پذیره‌نویسی اوراق بهادار» به عنوان اسناد لازم برای ثبت عرضه در نظر گرفته شده‌اند، و در بند ۲۵ ماده ۶۶ آن مقرر شده که «مشخصات متعهد پذیره‌نویس» می‌بایست در بیانه ثبت قید گردد. (ابراهیمی، ۱۳۹۵، ص ۱۹۳-۱۹۵) بنابراین، می‌توان قرارداد تعهد پذیره‌نویسی را جزء قراردادهای لازم برای عرضه تلقی نمود.
- ۲۷- در فقه امامیه سه قول عمده در خصوص لزوم یا عدم لزوم عین بودن مبیع وجود دارد. برخي معتقدند، موضوع بیع لزوماً باید عین مادی باشد. در مقابل برخي معتقدند باید گفت که لزوم عین بودن موضوع عقد بیع صرفاً از حیث خروج تملیک منفعت از قلمرو شمول آن است، و به معنی نفی بیع بودن تملیک اموال غیرمادی نیست. برخي فقها نیز به طور مطلق قائل به امکان تصور بیع در غیر اعیان مانند حقوق و منافع شده‌اند. (جمعی از مؤلفان، ۱۳۸۶)
- ۲۸- انصاری، شهیدی و آذرنبوش، ۱۳۹۸، ص ۵۴.
- ۲۹- انصاری، شهیدی، آذرنبوش، ۱۳۹۸، ص ۵۵.
- ۳۰- کاتوزیان، ۱۳۸۷، ص ۶۲.
- 31 - Sjostrom, Jr., 2006, p. 40.
- 32 - Devil's Advocate.
- 33 - Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 1971.
- 34 - LEAHY, 2012, p. 445.
- در واقع در جریان عرضه اوراق بهادار، متعهدین پذیره‌نویسی ملزم به انجام تلاش مقتضی هستند، و با اثبات این که در بررسی صحت و کمال اطلاعات تلاش مقتضی را انجام داده‌اند، از مسئولیت معاف می‌شوند. در تشخیص تلاش مقتضی بانک‌های سرمایه‌گذاری به این توجه می‌شود که آیا بانک اظهار نامه را دریافت کرده است و همه‌ی اوضاع و احوالی را که ممکن است سبب شود برای یک انسان معقول این ظن ایجاد شود که اظهار نامه حاوی اطلاعات نادرست یا ناقص راجع به برخی موضوعات مهم بوده است، را به طور معقولی بررسی کرده است؟ (Stowell, 2010, p. 25)
- 35 - Underwriting Agreement.
- ۳۶- اسکيني، حقوق تجارت: کلیات، ۱۳۸۵، ص ۸۷.
- ۳۷- نمایندگی را به اعتبار نقش نماینده در تحمل آثار عقد و رابطه‌ای او با اصیل به مستقیم و با واسطه تقسیم کرده‌اند.
- ۳۸- کاتوزیان، ۱۳۸۷، ص ۶۴.

۳۹- ماده ۳۶۷ قانون تجارت. کاتوزیان، ن. (۱۳۸۷). «قواعد عمومی قراردادها»، جلد اول. تهران: شرکت سهامی انتشار.

۴۰- دمرچیلی، حاتمی و قرائی، ۱۳۸۷، ص. ۶۹۷.

مافی، ه. و فلاح تفتی (۱۳۹۵). «ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر آنها». مجله حقوقی دادگستری، ۸۰ (۹۴)، ۱۵۵-۱۸۴.

۴۱- قهرمانی، ۱۳۸۳، ص. ۸۶.

۴۲- ماده ۳۴۸ قانون تجارت: «دلال نمی‌تواند حق دلالتی را مطالبه کند، مگر در صورتی که معامله به راهنمایی یا وساطت او تمام شده باشد».

۴۳- قانون راجع به دلالان مصوب ۷ اسفند ۱۳۱۷.

Choi, S. J. (1998), Market Lessons for Gatekeepers. Nw. U.L. REV, 916-965.

۴۴- دمرچیلی، حاتمی و قرائی، ۱۳۸۷، ص. ۶۸۳.

Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 69 Civ. 1329. (United States District Court, E. D. New York. August 26, 1971).

۴۵- اسکینی، حقوق تجارت: کلیات، ۱۳۸۵، ص. ۸۶.

Greene, E. F. (1981), Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System. THE NOTRE DAME LAWYER, 756-813.

۴۶- ستوده تهرانی، حقوق تجارت، ج ۱، ۱۳۸۳، ص. ۴.

Gutterman, A. S. (1994), The Legal Considerations in Business Financing: A Guide for Corporate Management. Greenwood Publishing Group.

## منابع

ابراهیمی، م. (۱۳۹۵). «حقوق نقل و انتقال سهام در بورس». تهران: شهردانش.

اسکینی، ر. (۱۳۸۵). «حقوق تجارت، شرکت‌ها»، ج ۱. تهران: سمت.

Klinges, D. B. (1985), Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933. FORDHAM LAW REVIEW, 1063-1087.

انصاری، ع.، شهیدی و آذرنیوش (۱۳۹۸). «ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره‌نویسی در بازار سرمایه». پژوهش حقوق خصوصی، ۳۷-۵۸.

LEAHY, J. K. (2012), THE IRREPRESSIBLE MYTHS OF BARCHRIS. DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW, 411-500.

پاسبان، م. (۱۳۸۵). «حقوق شرکت‌های تجاری». تهران: سمت جمعی از مؤلفان، ۲۶ (Vol. 26). قم:

مؤسسه دائره المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام. دمرچیلی، م.، حاتمی و قرائی (۱۳۸۷). «قانون تجارت در نظم کنونی». تهران: میثاق عدالت.

Megginson, W. L., & Smart, S. B. (2008), Introduction to Corporate Finance.

ستوده تهرانی، ح. (۱۳۸۳). «حقوق تجارت»، ج ۱. تهران: دادگستر.

Sjostrom, Jr., W. K. (2006), THE DUE DILIGENCE DEFENSE UNDER SECTION 11 OF THE SECURITIES ACT OF 1933. BRANDEIS LAW JOURNAL, 1-62.

ستوده تهرانی، ح. (۱۳۸۶). «حقوق تجارت»، ج ۲. تهران: دادگستر.

Stowell, D. P. (2010), An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. Academic Press.

شمس الهی، م. (۱۳۹۱). «رژیم حقوقی حاکم بر بانگ‌های سرمایه‌گذاری». تهران: طرح پژوهشی ارائه شده در سازمان بورس و اوراق بهادار.

صقری، م. (۱۳۹۳). «حقوق بازرگانی»، شرکت‌ها. تهران: شرکت سهامی انتشار.

قهرمانی، ن. (۱۳۸۳). «ماهیت حقوقی دلالتی در حقوق تجارت». مجله کانون وکلا، شماره ۱۸۴ و ۱۸۵، ۷۲-۸۹.