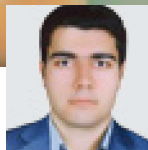




ضمانت اجرای نکول یا تاخیر در پرداخت سود اوراق مشارکت



زهره کریمی
مدیر امور حقوقی و قراردادهای
بورس اوراق بهادار تهران



عباس احضاری
کارشناس امور حقوقی و قراردادهای
بورس اوراق بهادار تهران



اگرچه اوراق مشارکت به عنوان ابزار تامین مالی اسلامی تلقی می شود اما ماهیت آن کاملاً شبیه اوراق قرضه بوده و در بسیاری موارد از احکام اوراق قرضه مندرج در لایحه اصلاحی قانون تجارت (مصوب ۱۳۴۷) پیروی می نماید. مطابق تعریف لایحه اصلاحی قانون تجارت: «ورقه قرضه ورقه قابل معامله ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین که تمامی آن یا اجزاء آن در موعد یا مواعد معینی باید مسترد گردد.» این قانون ضمن تأیید انتشار اوراق قرضه طی مواد ۵۱ تا ۷۱ به بیان احکام قانونی اوراق قرضه پرداخته و حقوق و مسئولیت های ناشران و دارندگان این اوراق را تشریح کرده است.

اوراق مشارکت منتشره توسط نهادهای دولتی، شهرداری ها و... که بر اساس ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار معاف هستند مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید

در حال حاضر مهم ترین مقررهای که در خصوص نکول یا تأخیر در پرداخت سود ناشران اوراق بهادار احکام جامع و مفصلی را مقرر کرده و همچنین ضمانت اجرای قابل قبولی را برای برخورد با مدیران متخلف وضع کرده است، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید است. به ویژه این که مواد ۱۳ تا ۱۶ این قانون نه تنها اعمال جرائم متعدد بر متخلفین را امکان پذیر کرده، بلکه احقاق حقوق سهامداران اعم از سود و خسارت تأخیر در پرداخت سود را نیز از طریق هیأت داور میسر کرده است؛ اما در موضوع مورد بحث، تبصره ۳ ماده ۱۶ این قانون، با مستثنی کردن دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها از شمول

قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و در عمل دچار دگرگونی های زیادی شده و با در نظر گرفتن سود تضمینی برای این اوراق، ماهیت آن را به اوراق قرضه نزدیک کرده است.

با تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، اوراق قرضه جای خود را به اوراق مشارکتی داده است که در ماده ۲ این قانون چنین تعریف شده است: «اوراق مشارکت، اوراق بهادار بانام یا بی نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های موضوع ماده (۱) را دارند واگذار می گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.» لذا با توجه به این که اشاره به اوراق قرضه و اوراق مشارکت صرفاً از حیث شناسایی مفاهیم بوده و بیان وجوه اشتراک و افتراق آن ها موضوع این نوشتار نیست، صرفاً نکول یا تأخیر در پرداخت

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا و اجرای آن از ابتدای سال ۱۳۶۳ و مطرح شدن موضوع ممنوعیت شرعی فروش اوراق قرضه به بخش خصوصی، اوراق قرضه متعلق به افراد و بخش خصوصی در سررسید توسط بانک مرکزی بازپرداخت شد. مضافاً این که از حیث حقوقی، اوراق قرضه دیگر جایگاهی در نظام اقتصادی ایران نداشته و به دلیل اخذ و پرداخت بهره بر اوراق قرضه، در نظریات متعددی توسط شورای نگهبان^۱ خلاف موازین شرعی و اسلامی دانسته شد.

نخستین بار قانون برنامه دوم توسعه، در بند ب تبصره ۸۵ ضمن تعریف اوراق مشارکت به «اوراق بهاداری که به قیمت اسمی مشخص منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های زیربنایی، تولیدی و ساختمانی را دارند به فروش می رسد»، خریداران این اوراق را شریک در سود حاصل از اجرای طرح مزبور به نسبت قیمت اسمی آن معرفی کرد. تعریفی که در

تکالیف مربوط به ناشران اوراق بهادار موضوع مواد ۱۳ تا ۱۶ این قانون، اعمال تنبیهات مقرر شده رانسبت به اوراق مشارکت دولت، شهرداری ها و بانک مرکزی غیرممکن کرده است؛ بنابراین برای یافتن راه حلی در راستای اجتناب از نکول یا تأخیر در پرداخت سودهای متعلق به اوراق مزبور، باید ضمانت اجرایی مقرر در سایر قوانین و مقررات بازار سرمایه را مورد مذاقه قرار دهیم.

تخلف ناشر اوراق بهادار

بر اساس تعریف مندرج در بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ناشر، شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می کند. لذا با وجود اینکه بند ۱ ماده ۲۷ این قانون، اوراق مشارکت شهرداری ها را از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار معاف کرده است، صادرکنندگان اوراق نکول شده فوق الاشارة به دلیل عرضه اوراق بهادار صاداری در شرکت بورس اوراق بهادار تهران، طبق بند ۱ ماده ۱۶ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان ناشر بورسی قلمداد شده و موظف به رعایت احکام و مقررات لازم الاجرای این دسته از فعالان بازار سرمایه می باشند.

بنابراین تأخیر یا نکول در پرداخت سود اوراق بهادار منتشره توسط این اشخاص، مطابق ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۱۷ آیین نامه اجرایی این قانون و همچنین مقررات دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به ویژه بند ۶ ماده ۲۵، به عنوان تخلف ناشر محسوب شده و مستوجب تنبیهات انضباطی برای ایشان است.

از سوی دیگر بر اساس مواد ۳۰ تا ۳۲ دستورالعمل انضباطی ناشران، مدیران ارشد و سهامداران عمده ناشر نیز ممکن است متخلف شناخته شده و حسب مورد به تنبیهات انضباطی مقرر در این دستورالعمل محکوم گردند.

نحوه رسیدگی به تخلفات

اگرچه ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار و ماده ۱۷ آیین نامه اجرایی این قانون، هیأت مدیره بورس را مستقلاً به عنوان مرجع رسیدگی به تخلفات اشخاص مختلفی از جمله ناشران اوراق بهادار تعیین می نماید اما «دستورالعمل رسیدگی به تخلفات اشخاص موضوع ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار و دیگر اشخاص تحت نظارت سازمان»، در حکمی معارض با مقرر مزبور، کمیته رسیدگی به تخلفات سازمان بورس و اوراق بهادار و دبیرخانه آن را به عنوان مرجع بدوی تشکیل پرونده و رسیدگی به تخلفات ناشران معرفی می کند.

علاوه بر ایراد وارد بر صلاحیت بدوی کمیته رسیدگی به تخلفات سازمان، ایراد اصلی وارد بر این دستورالعمل این است که ماده ۲ دستورالعمل

که در مقام بیان صلاحیت کمیته رسیدگی به تخلفات سازمان است، به جای تبعیت از ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار که رسیدگی به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار/عامله گران، بازار گردانان، ناشران و سایر اعضای بورس را امکان پذیر دانسته است، صلاحیت مرجع رسیدگی کننده را منحصر به فعل یا ترک فعل اشخاص تحت نظارت کرده است.

توضیح این که بر اساس بند ۲ ماده ۱ آیین نامه اجرایی قانون بازار، اشخاص تحت نظارت شامل کلیه نهادها و تشکل هایی است که بر اساس قانون، مجوز تأسیس یا فعالیت خود را از شورا یا سازمان دریافت کرده باشند. لذا شهرداری ها که بر اساس بند ۱ ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار نیازی به کسب مجوز از سازمان یا شورای عالی بورس و اوراق بهادار ندارند، اشخاص تحت نظارت تلقی نمی شوند و نتیجتاً کمیته رسیدگی به تخلفات، صلاحیت رسیدگی به تخلفات این قبیل ناشران را نخواهد داشت.

بنابراین در فرضی که شهرداری به عنوان ناشر مبادرت به انتشار اوراق مشارکت کرده و مرتکب تخلف (نکول یا تأخیر در پرداخت سود متعلق به این اوراق) شود، به منظور تشخیص مرجع صالح جهت رسیدگی به تخلف مزبور، با تعارض دو حکم قانونی مواجه هستیم که یکی قائل به صلاحیت هیأت مدیره بورس است (ماده ۳۵ قانون بازار و ماده ۱۷ آیین نامه اجرایی) و دیگری از روی عمد یا مسامحتا قائل به عدم صلاحیت کمیته رسیدگی به تخلفات و نتیجتاً هیأت مدیره بورس برای صدور حکم در خصوص تخلفات صورت پذیرفته توسط ناشرانی است که به عنوان اشخاص تحت نظارت قلمداد نمی شوند (ماده ۲ دستورالعمل اجرایی ماده ۳۵ قانون بازار). لذا در مقام حل تعارض میان دو حکم قانونی، ضروری است به شأن و جایگاه واضح هر یک از این احکام توجه نماییم.

نظر به این که مرجع تصویب کننده قانون بازار و آیین نامه اجرایی آن، به ترتیب مجلس شورای اسلامی و هیأت وزیران می باشند، طبعاً حکم مندرج در دستورالعمل اجرایی ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار که به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است، صلاحیت نسخ یا تخصیص احکام قانون بازار و آیین نامه اجرایی را ندارد؛ بنابراین باید قائل به پابرجا بودن صلاحیت هیأت مدیره بورس برای رسیدگی به تخلفات کلیه ناشران عضو بورس اوراق بهادار تهران باشیم اعم از این که در زمره اشخاص تحت نظارت محسوب شده یا نشوند.

خسارت تأخیر در پرداخت سود

بر اساس ماده ۵۲۲ قانون آیین دادرسی مدنی، «در دعوی که موضوع آن دین و از نوع وجه رایج بوده و با مطالبه داین و تمکن مدیون، مدیون امتناع

از پرداخت کرده، در صورت تغییر فاحش شاخص قیمت سالانه از زمان سررسید تا هنگام پرداخت و پس از مطالبه طلبکار، دادگاه با رعایت تناسب تغییر شاخص سالانه که توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تعیین می گردد محاسبه و مورد حکم قرار خواهد داد مگر این که طرفین به نحو دیگری مصالحه نمایند.» لذا با توجه به این که سود اوراق مشارکت در زمره حقوق دینی و از نوع وجه رایج است، در صورت تحقق سایر شرایط مندرج در این ماده، خسارت تأخیر در پرداخت سود نیز قابل مطالبه توسط دارندگان این اوراق است.

همان طور که پیش تر نیز گفته شد، بر اساس ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، عدم پرداخت سود سررسید شده اوراق بهادار توسط ناشر یا اشخاصی که تعهد به پرداخت دارند، از طریق شکایت صاحبان اوراق بهادار یا سازمان، قابل طرح در هیأت داور است. مضافاً این که در موارد متعددی از آرای هیأت داور دیده شده که این مرجع، علاوه بر پرداخت سود مصوب، ناکل را به پرداخت خسارت تأخیر تأدیبه نیز محکوم کرده است. ولی از آنجایی که ماده ۱۵ این قانون قابلیت اعمال در فرض اخیر را ندارد، به ناچار باید با تمسک به ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار راه حل موضوع را بیابیم.

نظر به این که انتشار اوراق مشارکت توسط شهرداری به عنوان فعالیت حرفه ای این نهاد محسوب شده و عدم پرداخت یا تأخیر در پرداخت سود مصوب نیز محل نزاع و اختلاف میان ناشر و ارکان بازار سرمایه همچون بورس، شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار است، طرح شکایت از طریق کمیته سازش و هیأت داور موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار توسط هریک از طرفین و حتی سهامداران این اوراق، امکان پذیر بوده و هیأت داور (در صورت عدم سازش در کانون مربوطه) ملزم به رسیدگی و صدور حکم است.

مسئولیت بانک عامل

هر آنچه در زمینه وقوع تخلفات و نیز حل و فصل اختلافات در قوانین و مقررات مزبور گفته شد، ناظر به ناشر اوراق بهادار بوده و حکم صریحی در خصوص امکان صدور حکم علیه بانک عامل که در مقام ضامن نقد شوندگی اوراق مشارکت، از انجام وظایف خود استنکاف کرده است، وجود ندارد. لذا این موضوع را می توان در دو بخش متفاوت مورد بررسی قرار داد که در ذیل به توضیح هریک پرداخته می شود:

الف) رسیدگی به تخلف بانک عامل

نظر به این که بانک عامل در زمره اشخاص تحت نظارت قرار نمی گیرد، صلاحیت کمیته رسیدگی به تخلفات سازمان بورس و اوراق بهادار برای

رسیدگی و صدور حکم در خصوص تخلفات صورت گرفته منتفی است. از سوی دیگر ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار و ماده ۱۷ آیین نامه اجرایی نیز صلاحیت هیأت مدیره بورس را منحصر به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار/معامله گران، بازار گردانان، ناشران و سایر اعضای بورس کرده است که هیچ یک از این موارد شامل بانک عامل نمی شود؛ بنابراین اعمال تنبیهات انضباطی در خصوص بانک عامل امکان پذیر نیست.

ب) طرح شکایت علیه بانک عامل در کمیته سازش و هیأت دאوری

ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار که در مقام بیان صلاحیت هیأت دآوری است، این هیأت را صالح برای رسیدگی به اختلافات بین کارگزاران، بازار گردانان، کارگزار/معامله گران، مشاوران سرمایه گذاری، ناشران، سرمایه گذاران و سایر اشخاص ذی ربط می داند. لذا با توجه به این که مصادیق ذکر شده در این ماده فاقد ماهیت حصری بوده و جنبه تمثیلی دارد، می توان بانک عامل را در زمره «سایر اشخاص ذی ربط» قلمداد کرد و نهایتاً قائل به صلاحیت کمیته سازش و هیأت دآوری شد. مضافاً این که ضمانت نقد شونگی اوراق بهادار، به عنوان فعالیت حرفه ای این اشخاص در جریان انتشار اوراق مشارکت محسوب می شود.

انجام اقدامات ضروری توسط سازمان بورس و اوراق بهادار

بر اساس بند ۱۱ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار، اقدامات لازم را انجام داده و تدابیر

ضروری اتخاذ نماید. لذا در فرض اخیر، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز می تواند با انجام اقدامات ضروری در مواردی که خلأ قانونی وجود دارد، در جهت حفظ حقوق سهامداران گام بردارد. به طور مثال در شرایطی که کمیته رسیدگی به تخلفات این سازمان بر اساس ماده ۲ دستورالعمل مربوطه، خود را صالح برای رسیدگی به تخلفات ناشران نمی داند، این سازمان می تواند با اصلاح دستورالعمل فوق و احیای حکم مندرج در ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار و ماده ۱۷ آیین نامه اجرایی آن، رسیدگی به تخلفات ناشرانی که در زمره اشخاص تحت نظارت قرار ندارند را تسهیل نماید. از طرف دیگر، انجام هماهنگی های لازم با هیأت دآوری جهت رسیدگی خارج از نوبت، صدور قرارهای مقدماتی و رأی به خسارت تأخیر تأدیه نیز می تواند از دیگر موارد دخالت موثر سازمان بورس و اوراق بهادار محسوب گردد.

پیشنادهای اصلاحی

۱. تعارض میان قرارداد عاملیت (بین ناشر و بانک عامل) و فرم تعهد شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، منجر به بروز ابهامات و مشکلاتی خواهد شد که ضروری است مورد بازنگری اساسی قرار گیرد. به طور مثال در بند ۹ ماده ۷ قرارداد عاملیت اوراق مشارکت، ناشر موظف شده که حداکثر ظرف ۷ روز کاری قبل از مواعد پرداخت، سوده های علی الحساب و اصل اوراق را به حساب بانک عامل واریز کند. در حالی که بر اساس بند ۲ تعهدنامه ناشر و ضامن، ناشر موظف است این مبلغ را به حساب شرکت سپرده گذاری واریز نماید. در این وضعیت

دقیقا معلوم نیست که ناشر موظف است این وجه را به حساب بانک عامل واریز کند یا شرکت سپرده گذاری؟! زیرا عمل به هریک از این تکالیف به منزله نقض تکلیف دیگر تلقی خواهد شد. به عبارت دیگر نظر به این که کلیه عملیات تسویه اوراق بهادار پذیرفته شده در بازار سرمایه توسط شرکت سپرده گذاری انجام می شود و از سوی دیگر ممکن است ناشر در موعد مقرر وجوه متعلقه را به حساب بانک عامل واریز نماید و بانک عامل بنا به دلایل مختلف از واریز وجوه به حساب شرکت سپرده گذاری استنکاف نماید، باید تکلیف واریز وجه توسط ناشر، به صورتی مقرر شود که وی مکلف به پرداخت وجه به شرکت سپرده گذاری باشد تا در صورت استنکاف از این تکلیف، شرکت سپرده گذاری بتواند با اخطار به بانک عامل، مبالغ مذکور را از محل تضامین ناشر نزد بانک عامل وصول نماید. ایراد دیگر تعهدنامه، عدم پیش بینی ضمانت اجرای حقوقی برای نقض تکالیف مقرر در آن است.

۲. عدم توجه به مقررات قانونی و فقدان دقت کافی در تنظیم قرارداد عاملیت و تعهدنامه شرکت سپرده گذاری، از موارد مهمی است که باید مورد توجه و اصلاح قرار گیرند. به طور مثال در بند ۴ تعهدنامه های شرکت سپرده گذاری، به ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید استناد گردیده و ضمانت اجرای عدم پایبندی ناشر و ضامن به تعهدات مقرر را مراجعه به هیأت دآوری بر اساس این ماده قرار داده است؛ در حالی که بر اساس تبصره ۳ ماده ۱۶ همین قانون، دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها از شمول ماده ۱۵ مستثنی شده اند.



یادداشت‌ها

۱. یکی از این موارد نظریه شماره ۲۵۶۰/۷۷/۲۱ مورخ ۷۷/۰۱/۱۰ شورای نگهبان است که در آن، عطف به نامه شماره ۸۷۲/همورخ/۱۳۷۲/۱۲/۱۵ مجلس شورای اسلامی و پیروهای مربوطه، تصویب نامه هیأت وزیران به شماره ۱۴۶۲۴/ت/۳۶۸ همورخ/۱۰/۱۳۷۲/۱۰ از نظر مغایرت با موازین شرعی در جلسه رسمی فقهای شورای نگهبان مطرح و چنین اظهار نظر گردید:

الف) تصویب نامه مذکور چون مستند به ماده ۱۲ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و منوط به رعایت ضوابط مربوط و ترتیبات مذکور در این قانون است و آن ماده اخذ بهره بر اوراق قرضه را جایز دانسته است خلاف موازین شرع شناخته شد.

ب) مواد ۶، ۷، ۹، ۱۲، ۲۰، ۲۱، ۲۲، ۲۳، ۲۴ و ۲۷ و ۲۸ قانون فوق‌الذکر چون اخذ و پرداخت بهره را بر اوراق قرضه تجویز کرده است، خلاف موازین شرع شناخته شد و بدین وسیله به استناد اصل ۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران ابطال مواد مذکور اعلام می‌گردد.

این شورا در نظر به دیگر خود به شماره ۲۰۵۱۸۳۰/۸۵/۱۱/۲۸ مشخصاً در خصوص ماده ۵۲ لایحه اصلاحی قانون تجارت که در جلسه مورخ ۱۳۸۵/۱۱/۱۸ مورد بررسی واقع شد، چنین اظهار نظر کرده: «معامله اوراق قرضه مذکور در ماده ۵۲ لایحه اصلاحی قانون تجارت از این جهت که وام مذکور در آن مشتمل بر بهره است خلاف موازین شرع شناخته شد.»

۲. ماده ۱: به منظور مشارکت عموم در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی، به دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی اجازه داده می‌شود طبق مقررات این قانون قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح‌های مذکور شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی را از طریق انتشار و عرضه عمومی اوراق مشارکت تأمین نمایند.

اوراق مشارکت است که چنان چه در سررسید مقرر شده نتوانند حقوق خود اعم از سود یا اصل سرمایه را دریافت کنند، با توسل به چه راهکار حقوقی قادر به استیفای منافع از دست‌رفته خود خواهند بود؟ لذا ضروری است در اصلاحیه فرم پذیرش اوراق بهادار در بورس به این نکته اشاره شود که در صورت عدم پرداخت مبالغ مقرر شده در سررسید، ناشر و بانک عامل متضامناً مسئول پرداخت خسارت تأخیر تأدیه به ذینفعان اصلی این اوراق (دارندگان اوراق بهادار) خواهند بود. این مسئله نه تنها بر اعتبار این اوراق و سایر اوراق بهادار متناظر که دارای سود مصوب در سررسید هستند، می‌افزاید بلکه مشوقی برای جلب نظر سرمایه‌گذاران بالقوه خواهد بود. مضافاً این که پیش‌بینی صلاحیت‌پیگیری و وصول این خسارت توسط بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تشکل خود انتظام به جلب اعتماد دارندگان سرمایه برای سرمایه‌گذاری در بورس منتهی خواهد شد. ۵. پیشنهاد پایانی ناظر به اصلاح «دستورالعمل رسیدگی به تخلفات اشخاص موضوع ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار و دیگر اشخاص تحت نظارت سازمان» است که برخلاف قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن، نه تنها با اعطای صلاحیت رسیدگی بدوی به کمیته رسیدگی به تخلفات، صلاحیت هیأت مدیره بورس را نقض کرده است بلکه صلاحیت این کمیته را نیز در ماده ۲ دستورالعمل، محدود به تخلفات اشخاص تحت نظارت کرده و عملاً رسیدگی به تخلفات آن دسته از فعالان بازار سرمایه را که فاقد مجوز از شورا یا سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشند، غیرممکن کرده است.

۳. مهم‌ترین ایرادی که می‌توان در این زمینه مطرح کرد، نقش کم‌رنگ شرکت بورس اوراق بهادار تهران به عنوان مرجع عرضه و نقل و انتقال این اوراق بهادار است. به عبارت دیگر با وجود اینکه رابطه میان عامل و ناشر، طی قرارداد مفصلی مورد توافق قرار گرفته و در آن، چارچوب حقوقی مناسبی برای حل و فصل بسیاری از اختلافات اجرایی در نظر گرفته شده است و از سوی دیگر شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه نیز در فرم تعهدنامه ناشر و ضامن، موارد متعددی را به عنوان چالش‌های پیش‌رو پیش‌بینی کرده، ولی فرم یک صفحه‌ای پذیرش اوراق بهادار در شرکت بورس اوراق بهادار تهران، حدود وظایف و اختیارات ناشر، عامل و بورس را به عنوان طرفین رابطه حقوقی مشخص نکرده است. لذا ضروری است فرم مربوطه اصلاح و در آن به کلیه چالش‌های حقوقی و اجرایی اشاره شده و راهکارهای عملیاتی و ضمانت‌اجراهای حقوقی مناسب پیش‌بینی شود. ۴. ماده ۵ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و ماده ۱۵ آیین‌نامه اجرایی آن اعلام می‌دارد که در صورت عدم ایفای تعهدات توسط ناشر، بانک عامل موظف به پرداخت مبلغ سررسید شده از محل تضامین است. لذا ماده ۱۶ این آیین‌نامه در جهت تضمین پرداخت مبالغ سررسید شده توسط بانک عامل، وی را مستحق دریافت خسارت تأخیر تأدیه و درج آن در قرارداد عاملیت دانسته است. به همین منظور بند ۳ ماده ۷ قرارداد عاملیت نیز دریافت خسارت تأخیر تأدیه از ناشر توسط بانک عامل را تجویز کرده است؛ بنابراین نکته‌ای که در این بین مغفول مانده است، ناظر به حقوق سرمایه‌گذاران و دارندگان