

Copyright & Creative Commons:

The copyright of articles published in the *Journal of Financial and Economic Law Research* remains with the author(s). This journal is published as an open access publication, and all articles are distributed under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License (CC BY-NC 4.0). This license permits use, redistribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited and the use is non-commercial in nature. For more information, please refer to the journal's *Open Access Policy* page.



A Legal Examination of Crowdfunding for Startups in Iran

Mahmoud Bagheri¹, Mobina Moshki^{2*}



S.D.I.L.
The SD Institute of Law
Research & Study

Publisher:
Shahr-e- Danesh
Research and Study
Institute of Law

Article Type:
Original Research

DOI:
10.48300/jfel.2025.515141.1058

Received:
6 May 2025

Accepted:
26 October 2025

Published:
11 March 2026



Abstract

Crowdfunding, as an innovative method of raising capital for startups, presents a range of legal challenges. This article aims to examine the legal dimensions of crowdfunding in Iran, analyze the legal nature of crowdfunding agreements, and determine their position within the framework of nominate and innominate contracts. It further explores the responsibilities and obligations of crowdfunding intermediaries (platforms) toward investors and funding applicants, while evaluating the mechanisms for protecting retail investors under Iran's existing regulatory framework and comparing them with the regulatory approaches adopted in the European Union and the United States. The study employs a descriptive-analytical methodology. The findings indicate that the most significant legal challenges in this field include privacy concerns, the risks of fraud and money laundering, and the requirements of financial supervision and regulation, all of which require particular attention from legislators and regulatory authorities. The study concludes by emphasizing the necessity of developing transparent and flexible legal frameworks capable of facilitating the growth of crowdfunding while simultaneously safeguarding the rights of stakeholders and preserving the integrity of the capital market.

1. Associate Professor, Department of Private Law, Faculty of Law and Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran.

Email: mahbagheri@ut.ac.ir

2. (*Corresponding Author), M.A. in Financial Law, Faculty of Law and Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran.

Email: mobina.moshki@ut.ac.ir

Keywords: Crowdfunding, Crowdfunding Agreements, Crowdfunding Platform, Retail Investor Protection, Startups.

Excerpted from the M.A. dissertation entitled "Legal Aspects of Crowdfunding for Startups", Faculty of Law and Political Science, University of Tehran, Tehran, Iran.

Funding: The author(s) received no financial support (funding, grants, and sponsorship) for the research, authorship, and/or publication of this article.

Author contributions:

Mahmoud Bagheri: Formal Analysis, Investigation, Resources, Writing - Original Draft, Project Administration.

Mobina Moshki: Conceptualization, Methodology, Validation, Writing - Review & Editing, Supervision.

Competing interests:

The authors declare that they have no competing interests.

Citation:

Bagheri, Mahmoud & Mobina Moshki. (2025). A Legal Examination of Crowdfunding for Startups in Iran. *Journal of Financial and Economic Law*, 2(3): 123-156.

Extended Abstract

Crowdfunding has emerged as an innovative financing mechanism for startups and small and medium-sized enterprises (SMEs), while simultaneously raising important legal and regulatory challenges. This study examines the legal dimensions of crowdfunding in Iran by analyzing the legal nature of crowdfunding agreements, the legal status and responsibilities of crowdfunding platforms, investor protection mechanisms, and the principal regulatory gaps affecting the development of this financing model. The research adopts a descriptive-analytical methodology based on library research, examining Iranian legislation, regulations, and directives governing crowdfunding - particularly the 2018 Crowdfunding Instruction issued by the Securities and Exchange Organization and its subsequent amendments - and comparing them with international frameworks, including Regulation (EU) 2020/1503, the United States JOBS Act of 2012, and the French regulatory framework. The findings indicate that crowdfunding agreements under Iranian law constitute valid innominate contracts that are legally enforceable despite lacking explicit statutory recognition. Owing to their hybrid nature, these agreements combine elements of partnership, sale, loan, and donation contracts and therefore cannot be classified within a single traditional contractual category. The study further demonstrates that crowdfunding platforms perform functions extending beyond those of ordinary intermediaries. Licensed and supervised by the Securities and Exchange Organization, they are responsible for conducting due diligence, verifying project information, protecting investors' funds, ensuring transparency, and complying with regulatory requirements. In practice, these responsibilities closely resemble those imposed on regulated financial institutions. The study finds that the current Iranian regulatory framework incorporates several mechanisms designed to protect investors. These include limits on individual investments, mandatory financial participation by project owners, collateral or guarantee requirements, comprehensive disclosure obligations, and post-funding regulatory supervision to ensure that raised funds are used for their intended purposes. While these measures reduce risks associated with fraud and project failure, important legal deficiencies remain. The absence of an operational secondary market for crowdfunding investment instruments restricts investor liquidity despite ongoing efforts to establish such a market. In addition, existing regulations provide inadequate protection for innovators' intellectual property rights when business ideas are publicly disclosed through crowdfunding platforms, and the legal status of foreign investors remains insufficiently regulated, limiting opportunities for cross-border investment. The research also evaluates regulatory compliance requirements relating to anti-money laundering (AML), counter-terrorist financing (CTF), fraud prevention, cybersecurity, and data protection. Although existing Iranian AML/CFT legislation and cyber laws generally apply to crowdfunding activities, their application remains fragmented. The study therefore recommends that crowdfunding platforms implement comprehensive Know Your Customer (KYC) procedures, strengthen AML compliance, enhance cybersecurity measures, and adopt robust data protection standards consistent with international financial practice. Given Iran's limited integration into international financial networks, compliance with internationally recognized AML/CFT standards is

considered essential for improving market credibility and facilitating future international cooperation. Comparative analysis demonstrates that foreign jurisdictions have adopted more comprehensive regulatory approaches. The European Union has established a harmonized framework through Regulation (EU) 2020/1503, introducing common licensing standards, cross-border market access, and enhanced investor protection. In the United States, the JOBS Act significantly expanded access to equity crowdfunding while maintaining regulatory oversight by the Securities and Exchange Commission. France has likewise developed a mature regulatory regime by establishing specialized legal categories for crowdfunding intermediaries and aligning its domestic legislation with European standards. These experiences illustrate the importance of combining regulatory flexibility with effective supervision to encourage innovation while protecting investors. Based on these findings, the study recommends strengthening the legal framework governing crowdfunding in Iran by elevating the current regulatory directives into formal legislation or incorporating explicit crowdfunding provisions into the Capital Market Act. It further recommends accelerating the establishment of a secondary market for crowdfunding securities, strengthening investor rights, introducing more flexible financing conditions for startups through alternative guarantee mechanisms and reduced transaction costs, and expressly recognizing crowdfunding platforms as obligated entities under AML/CFT legislation. Additional reforms include facilitating foreign investment through coordinated financial regulations, strengthening legal protection for intellectual property, and promoting public awareness of crowdfunding through educational and institutional initiatives. The study concludes that crowdfunding has significant potential to mobilize public capital for entrepreneurial and productive activities, provided that it is supported by a transparent, coherent, and internationally compatible legal framework. Continued regulatory reform, stronger investor protection, enhanced supervisory mechanisms, and closer alignment with international best practices will improve market confidence, facilitate innovation, attract investment, and contribute to the sustainable development of Iran's capital market and knowledge-based economy.



بررسی حقوقی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا در ایران

محمود باقری^۱، مبینا مشکی^{۲*}

چکیده

تأمین مالی جمعی به‌عنوان یکی از روش‌های نوین تأمین سرمایه برای کسب‌وکارهای نوپا، چالش‌های حقوقی متعددی را به همراه دارد. هدف این مقاله، بررسی ابعاد حقوقی تأمین مالی جمعی در ایران، تحلیل ماهیت حقوقی قراردادهای این روش و تبیین جایگاه آن در چهارچوب عقود معین یا عقود نامعین است. همچنین مسئولیت‌ها و تعهدات عامل (پلتفرم) تأمین مالی جمعی در قبال سرمایه‌گذاران و متقاضیان تأمین مالی تبیین شده و سازکارهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خرد در چهارچوب مقررات کنونی ایران، با رویکردهای مقررات‌گذاری در اتحادیه اروپا و ایالات متحده تطبیق داده شده است. این پژوهش به روش توصیفی - تحلیلی انجام شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که مهم‌ترین چالش‌های حقوقی این حوزه، ازجمله مسائل حریم خصوصی، خطر کلاهبرداری و پول‌شویی و الزامات نظارت و تنظیم‌گری مالی، نیازمند توجه ویژه قانونگذار و نهادهای ناظر است. در نهایت پژوهش بر ضرورت تدوین چهارچوب‌های حقوقی شفاف و منعطف تأکید می‌کند؛ چهارچوبی که ضمن تسهیل توسعه تأمین مالی جمعی، از حقوق ذی‌نفعان و سلامت بازار سرمایه نیز صیانت نماید.



پژوهش‌های حقوق

نوع مقاله: علمی - پژوهشی

DOI:
10.48300/jfel.2025.515141.1058

تاریخ دریافت:
۱۶ اردیبهشت ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش:
۴ آبان ۱۴۰۴

تاریخ انتشار:
۲۰ اسفند ۱۴۰۴



۱. دانشیار، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

Email: mahbagheri@ut.ac.ir

۲. (*نویسنده مسئول)، دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حقوق مالی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه

تهران، تهران، ایران.

Email: mobina.moshki@ut.ac.ir

کلیدواژه‌ها: تأمین مالی جمعی، قراردادهای تأمین مالی جمعی، پلتفرم تأمین مالی جمعی، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، کسب‌وکارهای نوپا (استارت‌آپ).

برگرفته از پایان‌نامه کارشناسی ارشد با عنوان «ابعاد حقوقی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا»، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

حامی مالی:

این مقاله هیچ حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان:

محمود باقری: تحلیل، تحقیق و بررسی، منابع، نوشتن - پیش‌نویس اصلی، مدیریت پروژه.
مبینا مشکی: مفهوم‌سازی، روش‌شناسی، اعتبارسنجی، نوشتن - بررسی و ویرایش، نظارت.

تعارض منافع:

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

استناددهی:

باقری، محمود و مبینا مشکی. (۱۴۰۴). بررسی حقوقی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا در ایران. مجله پژوهشهای حقوق مالی و اقتصادی، ۲(۳): ۱۲۳-۱۵۶.

مقدمه

تأمین مالی جمعی (کراودفاندینگ)^۳ به معنای گردآوری سرمایه از توده مردم از طریق یک پلتفرم آنلاین، یکی از روش‌های نوین و غیرمتمرکز تأمین مالی است که می‌تواند خلأها و ناکارآمدی‌های نظام مالی سنتی را پر کند. در سال‌های اخیر با وجود حجم بالای نقدینگی در اقتصاد ایران، کسب‌وکارهای نوپا و دانش‌بنیان همچنان با مشکل دسترسی به منابع مالی مواجه‌اند (OECD, 2021: 10). نظام بانکی به دلیل الزامات وثیقه‌ای سنگین و ریسک‌گریزی، تمایل کمی به اعطای وام به استارت‌آپ‌ها و بازار سرمایه نیز برای شرکت‌های کوچک، رویه‌های پیچیده‌ای دارد. در چنین شرایطی، تأمین مالی جمعی با حذف واسطه‌های سنتی (مانند بانک‌ها) و تکیه بر فناوری دیجیتال، مسیری سریع‌تر، کم‌هزینه‌تر و شفاف‌تر برای جذب سرمایه فراهم می‌کند. این روش که از مصادیق فناوری مالی (فین‌تک)^۴ محسوب می‌شود (Arner et al., 2016)، امکان مشارکت مستقیم سرمایه‌گذاران خرد در طرح‌های نوآورانه را مهیا ساخته و می‌تواند با تقسیم ریسک میان انبوه سرمایه‌گذاران، ریسک هر فرد را کاهش دهد (Belleflamme, 2014).

با این حال ظهور تأمین مالی جمعی، پرسش‌ها و چالش‌های حقوقی جدیدی را نیز مطرح کرده است. مقررات‌گذاری این حوزه برای حفظ شفافیت اطلاعات و حقوق ذی‌نفعان ضروری است. تجربه جهانی نشان می‌دهد که در صورت چهارچوب‌دهی صحیح قانونی، تأمین مالی جمعی قادر است تا انقلابی در تأمین مالی تولید و دانش‌بنیان ایجاد کرده و حتی جذب سرمایه از فراتر از مرزها را میسر سازد (IMF, 2019). در ایران نیز این روش مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گرفت و دستورالعمل تأمین مالی جمعی نخستین بار در اردیبهشت ۱۳۹۷ توسط شورای عالی بورس به تصویب رسید. در ادامه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی در سال ۱۳۹۹ مجوز فعالیت را به سه سکوی نخست اعطا کرد و تا سال ۱۴۰۳ تعداد سکوهای دارای مجوز به ۴۲ مورد افزایش یافت.

مقاله حاضر با تمرکز بر جنبه‌های حقوقی تأمین مالی جمعی در ایران، با در نظر گرفتن ملاحظات اقتصادی به‌عنوان اولویت دوم، به بررسی ماهیت قراردادهای این حوزه، وضعیت حقوقی پلتفرم‌ها، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، الزامات مقرراتی (از جمله ضد پول‌شویی و حریم خصوصی) و چالش‌های جذب سرمایه خارجی می‌پردازد. همچنین تطبیقی با مقررات مهم دنیا از جمله مقرره (۱۵۰۳/۲۰۲۰) اتحادیه اروپا (European Union, 2020) و قانون «جهش تأسیس و توسعه کسب‌وکارهای نوپا» در آمریکا^۵ و اقدامات کشورهایی مانند فرانسه صورت می‌گیرد، تا نقاط قوت و کاستی‌های چهارچوب فعلی ایران روشن شود. در ادامه ابتدا پرسش پژوهش و روش مطالعه

3. Crowdfunding

4. FinTech

5. Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, 2012

تبیین شده و سپس مباحث اصلی با تحلیل حقوقی و ارجاع به منابع قانونی مطرح می‌گردد. پرسش اصلی این پژوهش آن است که در چهارچوب حقوقی کنونی تأمین مالی جمعی ایران، ماهیت و ویژگی‌های حقوقی این روش چیست و مهم‌ترین چالش‌های مقرراتی آن کدام‌اند و چه اقداماتی برای بهبود حمایت از ذی‌نفعان (به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد) و تطبیق با استانداردهای بین‌المللی باید صورت گیرد؟ به بیان دیگر تحقیق حاضر به دنبال شناسایی کاستی‌های قانونی موجود و ارائه پیشنهادهایی برای تقویت بنیان‌های حقوقی تأمین مالی جمعی در ایران است تا این ابزار بتواند در خدمت توسعه اقتصاد دانش‌بنیان و تولید ملی قرار گیرد.

این پژوهش با روش توصیفی - تحلیلی و رویکردی کتابخانه‌ای انجام شده است. ابتدا متون قانونی، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های مرتبط با تأمین مالی جمعی در ایران گردآوری و تحلیل شده و در ادامه با مقررات بین‌المللی و تجربیات سایر کشورها مقایسه تطبیقی صورت گرفته است. منابعی چون دستورالعمل تأمین مالی جمعی مصوب ۱۳۹۷ شورای عالی بورس و اوراق بهادار و اصلاحات و ابلاغیه‌های بعدی آن، قوانین بازار سرمایه و تجارت ایران، مقررات ناظر بر شرکت‌های دانش‌بنیان و نیز مقررات اتحادیه اروپا و آمریکا در زمینه تأمین مالی جمعی مبنای مطالعه بوده‌اند. تلاش شده با نقد و تحلیل مواد قانونی و آرای دکترین حقوقی، پیشنهادهایی عملی برای بهبود چهارچوب حقوقی تأمین مالی جمعی در کشور ارائه شود.

۱- ماهیت حقوقی قرارداد تأمین مالی جمعی در ایران

در اینجا ماهیت حقوقی قرارداد تأمین مالی جمعی با تأکید بر انواع مدل‌ها، تعهدات قراردادی، اختلاط عقود، مقایسه با عقود سنتی و چالش‌های حقوقی آن تبیین می‌شود.

۱-۱- انواع مدل‌های تأمین مالی جمعی و ماهیت تعهدات

تأمین مالی جمعی، طیف متنوعی از مدل‌ها را شامل می‌شود که هر یک ماهیت حقوقی متفاوتی دارند (Mollick, 2014). چهار گونه اصلی عبارت‌اند از:

الف) مبتنی بر پاداش^۶: مشارکت‌کننده در قبال تأمین مالی، کالا یا خدمتی (اغلب محصول نهایی) به‌عنوان پاداش دریافت می‌کند. این حالت از منظر حقوقی نوعی قرارداد فروش یا پیش‌فروش کالا/خدمت است که تحویل آن به آینده موکول می‌شود.

ب) مبتنی بر مشارکت/سهام^۷: سرمایه‌گذار در مالکیت یا منافع پروژه سهیم شده و متناسب با سود پروژه، سهم دریافت می‌کند. ماهیت این رابطه می‌تواند به یک قرارداد مشارکت مدنی یا شرکت نزدیک باشد، هر چند در عمل با صدور «گواهی شراکت» برای سرمایه‌گذاران اجرا می‌شود

6. Reward Crowdfunding

7. Equity Crowdfunding

(Corporate Finance Institute, 2021).

ج) مبتنی بر وام/بدهی^۸: مشارکت‌کنندگان وجهی را به‌عنوان وام در اختیار متقاضی قرار می‌دهند و متقاضی متعهد به بازپرداخت اصل و بهره (یا سود علی‌الحساب) آن در موعد مقرر است. این مدل در ذات قرارداد قرض همراه با شرط سود است که در نظام حقوقی ایران به دلیل موازین شرعی باید در قالب عقود مشروع مانند مضاربه یا مشارکت انتفاعی تعریف شود.

د) مبتنی بر اهدا/خیریه^۹: مشارکت‌کننده پول خود را بلاعوض برای یک پروژه عام‌المنفعه یا نیازمند کمک اهدا می‌کند و انتظار بازده مالی ندارد. این عمل در چهارچوب حقوقی یک عقد هبه (هدیه بلاعوض) قلمداد می‌شود.

نقطه مشترک همه این انواع، سازمان‌دهی کمپین‌های آنلاین و گردآوری وجوه خرد از شمار زیادی سرمایه‌گذار است (Mundbjerg & Sipari, 2017). اما ماهیت حقوقی قرارداد تأمین مالی جمعی در هر مدل تابع جنس تعهدات طرفین است که باید با عقود معین موجود تطبیق یا ذیل اصل عام آزادی قراردادی (ماده ۱۰ قانون مدنی) توجیه شود.

۱-۲- قراردادهای چندجانبه و اختلاط عقود

تأمین مالی جمعی به‌طور معمول مستلزم روابط قراردادی پیچیده‌ای است که سه سویه دارد: سرمایه‌گذار (تأمین‌کننده وجه)، متقاضی (دریافت‌کننده وجه) و پلتفرم واسطه. قرارداد تأمین مالی جمعی درواقع مجموعه‌ای از توافقات دوجانبه است که یک ساختار سه‌جانبه می‌سازد (Estrin et al., 2022). برای مثال در مدل مبتنی بر سهام، از یک سو قراردادی بین سرمایه‌گذاران و متقاضی منعقد می‌شود که می‌توان آن را قرارداد مشارکت در سرمایه‌گذاری دانست و از سوی دیگر رابطه حقوقی بین پلتفرم و طرفین برقرار است که اغلب در قالب قرارداد واسطه‌گری و ارائه خدمات پلتفرم تنظیم می‌شود. این ساختار منجر به پیدایش قراردادی نامعین اما مشروع شده که ترکیبی از عناصر عقود موجود است. به‌عنوان نمونه در پلتفرم‌های سرمایه‌گذاری جمعی ایران، شرکت متقاضی پس از طی مراحل ارزیابی و پذیرش، با پلتفرم قرارداد همکاری امضا می‌کند که تعهدات اجرایی و الزامات قانونی (ازجمله ارائه تضمینات) را مشخص می‌سازد. سپس با تأمین مالی موفق، میان متقاضی و هر سرمایه‌گذار رابطه‌ای حقوقی برقرار می‌شود که بر اساس آن متقاضی مکلف به اجرای طرح و بازپرداخت اصل سرمایه به‌علاوه سود مورد توافق به سرمایه‌گذار است. این رابطه را می‌توان نوعی عقد مشارکت انتفاعی تعبیر کرد که شباهت‌هایی با مضاربه یا شرکت دارد، زیرا سرمایه از سرمایه‌گذاران و کار از متقاضی است و سود حاصله تقسیم می‌شود. در عین حال پلتفرم، نقش

8. Debt Crowdfunding

9. Donation Crowdfunding

وکیل یا امین را در نگهداری وجوه تا زمان تکمیل کمپین ایفا می‌کند و این وجوه را به‌صورت امانی نزد خود نگه می‌دارد تا پس از موفقیت طرح، طبق قرارداد به متقاضی بدهد. بدین ترتیب قرارداد تأمین مالی جمعی، ماهیتی چندوجهی و مختلط دارد که در حقوق ایران ذیل اصل آزادی قراردادهای معتبر است. پژوهش‌های داخلی نیز تأیید کرده‌اند که این قرارداد در نظام فقهی و حقوقی ما عقد معین مستقلی محسوب نمی‌شود، بلکه یک عقد نامعین با لحاظ قواعد عمومی قراردادهای است (شهیدی و کیوانی، ۱۴۰۱).

۱-۳- مقایسه با عقود سنتی و چالش‌های حقوقی

یکی از مباحث مهم، تطبیق قرارداد تأمین مالی جمعی با عقود معین موجود است. برای نمونه این پرسش مطرح می‌شود که آیا سرمایه‌گذاری جمعی سهامی همان بیع سهام است یا نه؟ در ظاهر سرمایه‌گذار در ازای پول خود «گواهی شراکت» دریافت می‌کند که نشان‌دهنده سهمی از منافع پروژه است. اگر این گواهی به‌منزله ورقه اوراق بهادار تلقی شود، رابطه تا حدی مشابه خرید سهام جدید در افزایش سرمایه شرکت است (بیع سهم)؛ اما تفاوت در این است که بسیاری از استارت‌آپ‌های متقاضی تأمین مالی جمعی، ممکن است هنوز شرکت سهامی عام یا حتی سهامی خاص با امکان صدور سهام جدید نباشند و بنابراین سازگار مشارکت از طریق صدور گواهی شراکت انجام می‌شود که ماهیت حقوقی آن به‌طور دقیق منطبق بر سهام شرکت نیست. به‌علاوه سرمایه‌گذاران خرد به‌طور معمول حق رأی و مشارکت در مدیریت شرکت را ندارند و فقط مطالبه‌گر سهم سود خود هستند. از این رو برخی حقوق‌دانان، قرارداد مشارکت جمعی را به عقد صلح نزدیک دانسته‌اند که به طرفین امکان تنظیم رابطه‌ای مخصوص به خود را می‌دهد. در مدل وام‌دهی جمعی نیز این سؤال وجود دارد که آیا پلتفرم‌ها در قالب عقود بانکی عمل می‌کنند یا خیر. از آنجا که بر اساس قانون جمع‌آوری سپرده و اعطای وام با بهره در انحصار مؤسسات مالی مجاز (دارای مجوز بانک مرکزی) است، پلتفرم‌های وام‌دهی جمعی برای رعایت شرع و قانون، اغلب از عقود جایگزین بهره می‌گیرند (صادقی و دیگران، ۱۴۰۰). به‌عنوان نمونه ممکن است قراردادی سه‌جانبه منعقد شود که در آن سرمایه‌گذاران به وکالت از سوی پلتفرم یا صندوق واسطه، وجه را به‌عنوان مشارکت مدنی در اختیار متقاضی قرار دهند و متقاضی متعهد شود درصد معینی از سود پروژه را در موعد مقرر بپردازد. این ساختار در عمل شبیه وام با بهره است، اما از لحاظ حقوقی می‌تواند در قالب مشارکت در سود (مشابه مضاربه) توجیه شود تا با مقررات بانکداری بدون ربا تعارض نداشته باشد. به‌طور کلی ماهیت حقوقی قرارداد تأمین مالی جمعی در ایران انعطاف‌پذیر است و قانونگذار برای تشویق این روش تأمین مالی، آن را ذیل عناوین موجود قابل پذیرش دانسته است. قانون بازار اوراق بهادار در بند ۴ ماده ۴ به‌صراحت

راهکارهایی مانند تأمین مالی جمعی را برای کسب و کارهای نوپا مطرح کرده و به رسمیت شناخته است (Radmore et al., 2020). در پی این رویکرد، دستورالعمل تأمین مالی جمعی نیز به تصویب رسید. همچنین مطابق ماده ۴۳ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر (۱۳۹۴)، دولت موظف به حمایت از تأمین مالی شرکت‌های نوآور و دانش‌بنیان است (Anand, 2014). بر این اساس عقود منعقد در بستر پلتفرم‌های جمعی را می‌توان مصادیق جدیدی از همان عقود حمایتی دانست که قانونگذار در چهارچوب اقتصاد دانش‌بنیان تجویز کرده است.

۲- جایگاه حقوقی پلتفرم‌ها و مسئولیت‌های آنها

در اینجا به بررسی جایگاه حقوقی پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی و مسئولیت مدنی و کیفری آنها پرداخته می‌شود.

۲-۱- وضعیت قانونی پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی

سکوهای تأمین مالی جمعی در ایران نقش عامل یا واسطه را میان سرمایه‌گذاران و متقاضیان سرمایه ایفا می‌کنند. فعالیت این پلتفرم‌ها بدون مجوز ممنوع است و مطابق مقررات، آنها باید از شرکت فرابورس ایران (به نمایندگی از سازمان بورس و اوراق بهادار) مجوز فعالیت دریافت کنند. شورای عالی بورس در سال ۱۳۹۷ دستورالعملی را تصویب کرد که شرایط تأسیس و اداره این سکوها را تعیین می‌کند. بر اساس این دستورالعمل و آیین‌نامه‌های اجرایی بعدی، پلتفرم‌ها باید دارای حداقل سرمایه مشخص، ساختار حقوقی شفاف و سیستم‌های فنی امن باشند. مجوز سکوها ابتدا به صورت موافقت اصولی صادر شده و پس از ارزیابی کارگروه مربوط، پروانه‌هایی اعطا می‌شود. تا نیمه سال ۱۴۰۴، تعداد ۵۰ سکوی تأمین مالی جمعی دارای مجوز در کشور فعال بوده‌اند. فرابورس ایران به عنوان نهاد ناظر، بر عملکرد سکوها نظارت مستمر دارد و تخصیص یک نماد معاملاتی به هر طرح تأمین مالی جمعی پس از بررسی طرح توسط فرابورس صورت می‌گیرد (ابلاغیه شماره ۳ مصوبات کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی مصوب ۱۴۰۱/۰۴/۱۱). به این ترتیب هر طرح موفق، یک گواهی شراکت قابل معامله (مشابه اوراق بهادار) دریافت می‌کند تا امکان ثبت و رهگیری آن فراهم باشد. هرچند بازار ثانویه فعالی برای این گواهی‌ها هنوز وجود ندارد، به‌تازگی فرابورس پیشنهاد راه‌اندازی بازار ثانویه برای گواهی‌های شراکت را مطرح کرده است، تا نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌های جمعی افزایش یابد (دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت در تأمین مالی جمعی مصوب ۱۳۹۸/۰۱/۲۸).

۲-۲- تعهدات و تکالیف قانونی سکوها

پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی، امین سرمایه‌های مردم هستند و مقررات سخت‌گیرانه‌ای در خصوص

عملکردشان وضع شده است. بر پایه ابلاغیه‌های کارگروه ارزیابی، سکو حق تصرف در وجوه جمع‌آوری شده را ندارد و این وجوه باید در حسابی امانی به نام سکو نگهداری شود تا زمانی که طرح تأمین مالی تکمیل شود یا در صورت عدم موفقیت، عیناً به سرمایه‌گذاران بازگردد. از نظر حسابداری نیز تأکید شده که این مبالغ متعلق به پلتفرم نیست و نباید در صورت‌های مالی به عنوان دارایی شناسایی شود، بلکه فقط در یادداشت‌های توضیحی افشا گردد (ماده ۱ ابلاغیه شماره ۲ مصوبات کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی، مصوب ۱۴۰۰/۱۰/۱۴). همچنین سکو مکلف است تا اطلاعات طرح‌ها را صحت‌سنجی و راستی‌آزمایی کند. مطابق ماده ۲ دستورالعمل اجرایی مواد ۳۹ و ۴۴ دستورالعمل تأمین مالی جمعی (ابلاغیه شماره ۴ مصوبات کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی مصوب ۱۴۰۲/۰۴/۲۱)، عامل تأمین مالی جمعی باید اطمینان یابد که اطلاعات و اسناد ارائه شده توسط متقاضی نادرست یا گمراه‌کننده نباشد و بر افشای کامل و صحت گزارش‌های طرح نظارت نماید. این وظیفه در راستای حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران و پیشگیری از تقلب است. سکو همچنین وظیفه ارزیابی اولیه طرح‌ها و اعتبارسنجی متقاضیان را بر عهده دارد. به عنوان نمونه سکوی ایده‌فاند اعلام کرده است که هویت حقوقی/حقیقی متقاضی، سوابق مالی و عدم سوءپیشینه وی از طریق مراکز معتبر بررسی می‌شود تا سطح ریسک طرح تعیین گردد. تنها پس از عبور از این مرحله است که قرارداد همکاری بین سکو و متقاضی، منعقد و طرح جهت اخذ نماد به فرابورس ارسال می‌شود. از دیگر تکالیف مهم سکوها، رعایت محرمانگی اطلاعات است. پلتفرم نباید اطلاعات مالی یا اسرار کسب‌وکار متقاضی را جز برای ارزیابی و ارائه به سرمایه‌گذاران، افشا کند. دستورالعمل فعلی فقط بر محرمانه ماندن اطلاعات توسط سکو تأکید کرده، اما حمایت صریحی از دارایی‌های فکری ثبت نشده ارائه نداده است که نیازمند تقویت در اصلاحات آتی است. افزون بر این سکوها باید سازکارهای مدیریت تعارض منافع داشته باشند (بند ۹ ماده ۲ ابلاغیه شماره ۴)؛ برای مثال خود سرمایه‌گذاران یا وابستگان‌شان نمی‌توانند بدون افشا در طرح‌ها سرمایه‌گذاری عمده کنند یا در ارزش‌گذاری طرح دخالت منفعت‌آمیز داشته باشند. در صورت تخلف پلتفرم از مقررات، سازمان بورس می‌تواند مجوز آن را تعلیق یا لغو کند و خسارات وارده به سرمایه‌گذاران قابل پیگیری حقوقی خواهد بود. (ماده ۱۲ ابلاغیه شماره ۴)

۲-۳- مسئولیت مدنی و کیفری پلتفرم

هرچند پلتفرم‌ها به عنوان واسطه عمل می‌کنند، قانون برای قصور یا تقصیر آنها در انجام وظایف، مسئولیت‌هایی پیش‌بینی کرده است.

مسئولیت مدنی: اگر سکو در بررسی اطلاعات متقاضی کوتاهی کند یا ریسک‌ها را کتمان نماید و سرمایه‌گذاران از این بابت متضرر شوند، می‌توانند به استناد قواعد عام مسئولیت مدنی

(مواد ۱ و ۲ قانون مسئولیت مدنی) علیه سکو طرح دعوا کنند. البته اثبات رابطه سببیت بین تقصیر سکو و خسارت وارده در عمل دشوار است؛ به طور مثال اگر پروژه ای شکست بخورد، آیا به دلیل قصور پلتفرم در ارزیابی بوده یا در ذات طرح، پریسک بوده است؟ با این حال الزامات قانونی افشای اطلاعات، معیاری عینی برای سنجش تقصیر فراهم می کند؛ در صورتی که ثابت شود سکو از انتشار اطلاعات مهم خودداری کرده یا هشدارهای لازم را به سرمایه گذاران نداده است، مطابق ماده ۱۱ ابلاغیه شماره ۴ و پیوست ۴ ضوابط انتشار اطلاعات و تبلیغات تأمین مالی جمعی ابلاغیه شماره ۶، می تواند مسئول جبران خسارت شناخته شود (ابلاغیه شماره ۶ مصوبات کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی، مصوب ۱۴۰۳/۰۳/۲۱).

مسئولیت کیفری: در مقررات فعلی، چنانچه پلتفرمی بدون مجوز فعالیت کند یا اقدام به کلاهبرداری از طریق پلتفرم نماید، قابل تعقیب کیفری است. به عنوان نمونه جذب سرمایه عمومی بدون مجوز رسمی می تواند مشمول عنوان فعالیت غیرمجاز در حوزه بانکداری و بورس گردد که مطابق مقررات عام، قانون مجازات اسلامی (تعزیرات) برای آن مجازات پیش بینی شده است. همان طور که در قانون بانکداری بدون ربا ۱۳۶۲/۰۶/۰۸ نیز اشاره شده است، جمع آوری سرمایه توسط بانک ها فقط در قالب قوانین و مقررات مندرج و با نظارت بانک مرکزی مجاز است و فعالیت های خارج از چهارچوب قانون یا بدون مجوز، غیرقانونی و جرم محسوب می شوند. همچنین اگر پلتفرم یا مدیران آن به طور عمدی اطلاعات نادرست به سرمایه گذاران ارائه کنند یا وجوه را به مصارف دیگری برسانند، ممکن است عمل آنها کلاهبرداری اینترنتی نیز تلقی شود. خوشبختانه مطالعه ای توسط مدرسه کسب و کار وارتون نشان داده که میزان تقلب صریح در پلتفرم های جهانی مانند کیک استارتر بسیار ناچیز (کمتر از ۱/۰٪ کمپین ها) بوده است؛ با وجود این در ایران هرگونه سوءاستفاده علاوه بر ضمانت اجرای مقررات بورس، تحت عناوین کیفری قابل برخورد است. در مجموع پلتفرم ها هسته اصلی اعتماد در نظام تأمین مالی جمعی هستند و قانونگذار با تعیین شرایط صدور مجوز، تکالیف افشای اطلاعات و نظارت دقیق، کوشیده است تا مسئولیت پذیری و شفافیت سکوها را تضمین کند. این رویکرد با مقررات بین المللی نیز هماهنگ است؛ در اتحادیه اروپا مقرر ۱۵۰۳/۲۰۲۰ قواعد نظارتی سخت گیرانه ای را برای ارائه دهندگان خدمات تأمین مالی جمعی مقرر کرده است، از جمله الزامات حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک برای پلتفرم و اختیارات نظارتی گسترده برای مقام ناظر.

۳- حمایت حقوقی از سرمایه گذاران خرد

در این بخش، ابعاد حقوقی فعالیت پلتفرم های تأمین مالی جمعی از منظر وضعیت قانونی، تعهدات و تکالیف سکوها و مسئولیت های مدنی و کیفری آنها تبیین و تحلیل می شود.

۳-۱- ضرورت حمایت از سرمایه‌گذاران در تأمین مالی جمعی

سرمایه‌گذاران خرد که بخش عمده مشارکت‌کنندگان در تأمین مالی جمعی را تشکیل می‌دهند، با ریسک‌های خاصی روبه‌رو هستند. برخلاف سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، این افراد به‌طور معمول توان تحمل زیان بالا را ندارند و اطلاعات محدودی درباره ارزیابی طرح‌ها دارند. پروژه‌های استراتژی در ذات ریسک‌پذیرند و احتمال شکستشان بالاست. در مدل مبتنی بر سهام، ممکن است سال‌ها طول بکشد تا شرکت به سوددهی برسد و بازدهی نصیب سرمایه‌گذار شود؛ در این مدت سرمایه‌گذار نقدینگی خود را از دسترس خارج کرده و حتی ممکن است هرگز به سودی نرسد (Armour & Enriques, 2018). در مدل وام، ریسک نکول (عدم بازپرداخت وام) مطرح است که برای شرکت‌های نوپا به مراتب بیشتر از وام‌های سنتی است. همچنین نبود بازار ثانویه فعال برای فروش گواهی‌های مشارکت، ریسک نقدشوندگی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. به این دلایل، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد یک رکن اساسی در تنظیم‌گری تأمین مالی جمعی است (European Union, 2020). تجربه آمریکا نشان داد که بدون مقررات حمایتی، ترس از تقلب و زیان می‌تواند مشارکت عمومی را تضعیف کند (Cross, 2015)؛ لذا قانون «جهش تأسیس و توسعه کسب‌وکارهای نوپا» در ۲۰۱۲ با هدف کاهش بار مقرراتی کسب‌وکارهای کوچک و در عین حال قانونی کردن تأمین مالی جمعی سهامی تصویب شد و از طریق وضع سقف سرمایه‌گذاری و الزامات افشا، اعتماد سرمایه‌گذاران خرد را جلب کرد (United States Securities and Exchange Commission (SEC), 2020).

۳-۲- تدابیر مقررات ایران برای حمایت از سرمایه‌گذاران

مقررات بومی در ایران چند سازکار حفاظتی برای سرمایه‌گذاران در نظر گرفته است؛ نخست، سقف سرمایه‌گذاری هر فرد حقیقی در هر طرح، حداکثر ۵٪ مبلغ کل طرح تعیین شده است. این محدودیت موجب می‌شود هیچ فردی بخش بیش‌ازحد بزرگی از یک پروژه پریسک را تأمین نکند و زیان احتمالی تقسیم شود. دوم، الزام مشارکت متقاضی در ریسک: طبق دستورالعمل، متقاضی باید حداقل ۱۰٪ از مبلغ مورد نیاز پروژه را خودش در همان طرح سرمایه‌گذاری کند. به‌علاوه باید معادل کل مبلغ درخواستی، وثیقه یا تضمین معتبر نزد بانک عامل تحت نظارت سکو بسپارد. همچنین ۱۰٪ مبلغ را به‌عنوان وجه التزام حسن انجام تعهدات به حسابی امانی واریز کند که پس از اجرای موفق طرح مسترد خواهد شد. این سازکار تضمینی دو هدف دارد: یکی ایجاد اعتماد برای سرمایه‌گذاران که متقاضی خود متحمل ریسک می‌شود و در موفقیت طرح ذی‌نفع است و دیگر تأمین پشتیبان اولیه برای جبران بخشی از خسارت در صورت تخلف متقاضی.

سوم، افشای کامل اطلاعات طرح: هر پروژه‌ای که در سکوی تأمین مالی جمعی منتشر می‌شود، دارای صفحه اطلاعات جامع شامل شرح کسب و کار، برنامه مالی، مدت اجرا، نرخ بازده مورد انتظار، ریسک‌های کلیدی و سوابق گروه است. سرمایه‌گذار پیش از تصمیم‌گیری فرصت دارد این اطلاعات را مطالعه و مقایسه کند. سکوها موظف‌اند تا اطلاعات را به زبان ساده و قابل فهم برای عموم ارائه کنند تا عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد.

چهارم، دوره‌های بازاندیشی و امکان انصراف: به‌طور معمول به پیروی از عرف بین‌المللی، یک دوره کوتاه (برای مثال ۴۸ ساعت) فرصت انصراف بدون جریمه برای سرمایه‌گذار پس از مشارکت در طرح در نظر گرفته می‌شود. هرچند این موضوع در متن دستورالعمل صراحت ندارد، اما برخی سکوها این امکان را در قرارداد کاربری خود گنجانده‌اند.

پنجم، تنوع‌بخشی اجباری پرتفو: سقف ۵٪ مذکور و عدم محدودیت در تعداد طرح‌هایی که یک فرد می‌تواند در آنها مشارکت کند، درعمل سرمایه‌گذار را به پخش سرمایه میان پروژه‌های متعدد ترغیب می‌کند. به‌علاوه، الزام داشتن کد سهام و ثبت‌نام رسمی در سامانه سکو، امکان نظارت متمرکز بر فعالیت سرمایه‌گذاران را توسط نهاد ناظر فراهم می‌آورد. اگر فردی معیارهای صلاحیت را نداشته باشد یا سرمایه‌گذاری‌های مشکوک و فراتر از عرف انجام دهد، می‌توان ورود وی را محدود یا بررسی کرد.

ششم، آموزش و فرهنگ‌سازی: یکی از خلأهای جاری، پایین بودن سطح آگاهی عمومی نسبت به فرصت‌ها و مخاطرات تأمین مالی جمعی است. بسیاری از افراد شاید فریب وعده سودهای بالا را بخورند یا برعکس به دلیل عدم اعتماد، از مشارکت مفید نیز خودداری کنند. این رو دستورالعمل‌های تکمیلی چه‌بسا سکوها را موظف به ارائه آموزش‌های سرمایه‌گذاری و هشدارهای ریسک خواهند کرد. در اتحادیه اروپا نیز مقررات جدید پلتفرم را ملزم می‌کند تا قبل از پذیرش سفارش سرمایه‌گذار غیرحرفه‌ای، دانش وی را ارزیابی کرده و درباره امکان تحمل زیان آزمایشی انجام دهد (European Union, 2020).

درمجموع با وجود تدابیر فوق، همچنان برخی مخاطرات برای سرمایه‌گذاران باقی است؛ برای مثال نبود بازار ثانویه همچنان مشکل‌ساز است که باید با ایجاد تابلوی معاملاتی ویژه در فرابورس حل شود. همچنین ابزارهای قراردادی متداول بازار سرمایه مانند سهام ممتاز، حق تقدم خرید سهام جدید، حق رأی و غیره که در قراردادهای سرمایه‌گذاری خصوصی وجود دارد، در تأمین مالی جمعی فعلی کمتر دیده می‌شود و سرمایه‌گذاران خرد از این جهت در برابر هزینه‌های نمایندگی مدیریت شرکت آسیب‌پذیر هستند. توصیه می‌شود تا در نسخه‌های آتی دستورالعمل، حقوق حداقلی سرمایه‌گذاران در صورت افزایش سرمایه شرکت یا فروش شرکت (خروج) پیش‌بینی گردد تا آنان در عواید بعدی نیز بهره‌مند شوند (Brejidak, 2022).

۳-۳- تضمین‌های قانونی و قضایی حقوق سرمایه‌گذاران

یکی از نگرانی‌های سرمایه‌گذاران خرد، نحوه پیگیری حقوقشان در صورت تخلف یا شکست پروژه است. بر اساس دستورالعمل، وثایق اخذشده از متقاضی (چک تضمینی یا ضمانت‌نامه بانکی) در صورتی که متقاضی به تعهدات خود در قبال سرمایه‌گذاران عمل نکند، به نفع سرمایه‌گذاران ضبط می‌شود تا لااقل بخشی از اصل سرمایه جبران گردد (Armour & Enriques, 2018). اجرای این ضمانت‌نامه‌ها از طریق بانک عامل با درخواست سکو و تأیید فرابورس انجام می‌گیرد. در کنار آن سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌طور مستقیم علیه متقاضی طرح دعوی مدنی کنند؛ قرارداد تأمین مالی جمعی که شرایط بازپرداخت سود و اصل سرمایه را مشخص کرده، سند تعهدآور قانونی است و در صورت عدم ایفای تعهد از سوی متقاضی، دادگاه‌ها می‌توانند بر اساس آن حکم به پرداخت خسارت دهند. نکته مهم دیگر، معافیت‌ها و مشوق‌های مالیاتی برای جذب سرمایه‌گذاران است (بخشنامه ۲۵/۱۴۰۰/۲۱۰ مورخ ۱۴۰۰/۰۴/۰۱ اعلام شمول تبصره‌های ۱ و ۲ ماده ۱۴۳ مکرر قانون مالیات‌های مستقیم به «گواهی شراکت»). در بسیاری کشورها دولت برای تشویق سرمایه‌گذاری خرد در استارت‌آپ‌ها، تخفیفات مالیاتی ارائه می‌کند. در ایران به‌موجب قانون جهش تولید دانش‌بنیان (۱۴۰۱)، معافیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دانش‌بنیان و صندوق‌های جسورانه پیش‌بینی شده است. می‌توان استدلال کرد که مشارکت از طریق تأمین مالی جمعی اگر منجر به افزایش سرمایه شرکت دانش‌بنیان شود، از همان معافیت برخوردار گردد؛ هرچند در عمل هنوز آیین‌نامه شفاف‌ی در این خصوص منتشر نشده است. شفاف‌سازی وضعیت مالیاتی عایدی سرمایه‌گذاران (به‌طور مثال اینکه سود دریافت‌شده مشمول مالیات بر درآمد سرمایه‌گذاری هست یا خیر) نیز از موارد ضروری برای حمایت از آنان است. درنهایت اعتماد عمومی هنگامی جلب می‌شود که سرمایه‌گذار خرد احساس کند که در این ساختار «تنها» رها نشده است. حضور نهاد ناظر (سازمان بورس/ فرابورس) به‌عنوان پشتیبان حقوق سرمایه‌گذاران بسیار تعیین‌کننده بوده و تاکنون در گزارش‌ها آمده که همه مراحل تأمین مالی جمعی زیر نظر نهادهای مالی رسمی انجام می‌گیرد و شفافیت و کارآمدی این مدل را تضمین می‌کند. ادامه این نظارت و رفع خلأهای مقرراتی، پشتوانه‌ای برای توسعه سالم تأمین مالی جمعی و حراست از حقوق سرمایه‌گذاران خرد خواهد بود.

۴- انطباق با مقررات ضد پول‌شویی، کلاهبرداری، حریم خصوصی و مالکیت فکری

در این بخش، چالش‌های حقوقی ناظر بر انطباق سکوه‌های تأمین مالی جمعی با مقررات فرامرزی بررسی می‌شود. ماهیت آنلاین و گردش مالی بالقوه بین‌المللی این پلتفرم‌ها، آنها را در معرض سوءاستفاده برای پول‌شویی و تأمین مالی فعالیت‌های غیرقانونی قرار می‌دهد؛ از این رو

الزامات احراز هویت مشتریان و گزارش‌دهی تراکنش‌های مشکوک بر سکوها تحمیل شده است. در حوزه پیشگیری از تقلب، سازکارهایی چون راستی‌آزمایی اطلاعات طرح‌ها توسط سکو، وثیقه‌گیری از متقاضی، گزارش‌دهی ادواری پیشرفت پروژه و ضمانت اجراهای کیفری و مدنی مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین ضرورت حفاظت از داده‌های شخصی سرمایه‌گذاران و متقاضیان در فضای سایبری، با توجه به خلأ قانون جامع حفاظت از داده‌ها در ایران و مقایسه با مقررات اتحادیه اروپا تحلیل می‌شود. افزون بر این چالش افشای زود هنگام ایده‌های نوآورانه متقاضیان در بستر عمومی پلتفرم‌ها و خطر کپی‌برداری رقبا، در پرتو قوانین ثبت اختراعات و اسرار تجاری ایران واکاوی گردیده و راهکارهایی برای حفظ توازن میان شفافیت لازم برای جلب اعتماد سرمایه‌گذار و صیانت از مالکیت فکری متقاضی پیشنهاد می‌شود.

۴-۱- مبارزه با پول‌شویی و تأمین مالی نامشروع

پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی به دلیل ماهیت آنلاین و گردش مالی بالقوه بین‌المللی، می‌توانند هدفی برای سوءاستفاده جهت پول‌شویی یا تأمین مالی فعالیت‌های غیرقانونی باشند. از این رو انطباق با مقررات مبارزه با پول‌شویی و تأمین مالی تروریسم (AML/CFT)^{۱۰} (European Union, 2020) برای سکوها الزام‌آور است (Bird LLP., 2023). در ایران، قانون مبارزه با پول‌شویی و آیین‌نامه‌های اجرایی آن (به‌ویژه آیین‌نامه ۱۳۹۸)، مؤسسات مالی و حتی شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها را ملزم به احراز هویت مشتریان، گزارش تراکنش‌های مشکوک و رعایت سقف‌های انتقال وجه کرده است. سکوهایی تأمین مالی جمعی نیز مشمول این مقررات‌اند. تمامی سرمایه‌گذاران و متقاضیان باید احراز هویت^{۱۱} شوند؛ به همین دلیل دریافت کد معاملاتی (سجام) و ثبت‌نام رسمی در سکو پیش‌نیاز مشارکت است. این کار اتصال هویت حقیقی/حقوقی افراد به تراکنش‌ها را تضمین می‌کند. همچنین نقل و انتقال وجوه تنها از طریق درگاه‌های رسمی بانکی انجام می‌شود که زیر نظارت شبکه بانکی است. تراکنش‌های نقدی یا واریز از حساب‌های متفرقه در اصل جایی در تأمین مالی جمعی ندارند و این شفافیت، امکان ردیابی جریان وجوه را برای واحدهای اطلاعات مالی^{۱۲} آسان می‌سازد. اتحادیه اروپا در چهارچوب جدید مقررات مبارزه با پول‌شویی و تأمین مالی تروریسم خود به‌صراحت پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی را در فهرست اشخاص مشمول مقررات مبارزه با پول‌شویی قرار داده است، بدین معنا که سکوها باید مانند بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، رویه‌های شناسایی، نگهداری سوابق و گزارش‌دهی را رعایت کنند. در ایران نیز انتظار می‌رود دستورالعمل تأمین مالی جمعی

10. Anti-Money Laundering/Combating the Financing of Terrorism

11. Know Your Customer (KYC)

12. Financial Intelligence Unit (FIU)

در اصلاحات آتی، به طور روشن سکوها را مکلف به رعایت قانون مبارزه با پول شویی ۱۳۸۶ و دستورالعمل‌های آن نماید. افزون بر آن خطر سوءاستفاده گروه‌های تروریستی یا مجرمان سازمان‌یافته از پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی (برای مثال راه‌اندازی کمپین‌های درظاهر خیریه برای جمع‌آوری منابع مالی نامشروع) باید جدی گرفته شود. برای کنترل این خطر، همکاری بین‌المللی لازم است؛ با توجه به حضور ایران در فهرست غیرهمکار گروه ویژه اقدام مالی، پلتفرم‌های خارجی تعامل چندانی با پلتفرم‌های ایرانی ندارند، اما در هر صورت پایبندی به استانداردهای گروه ویژه اقدام مالی^{۱۳} می‌تواند در بلندمدت زمینه‌ساز اتصال ایران به بازارهای مالی جهانی و جذب سرمایه‌های خارجی شود (عسگری مروت و دیگران، ۱۳۹۹).

۴-۲- پیشگیری از تقلب و کلاهبرداری

اعتمادسازی اصلی‌ترین سرمایه بازار تأمین مالی جمعی است. هر رویداد کلاهبرداری می‌تواند به شدت به اعتبار این روش صدمه بزند (Schwartz, 2018). لذا قانونگذار و نهادهای ناظر رویه‌های متعددی برای پیشگیری از تقلب وضع کرده‌اند. بخشی از این تدابیر در بخش‌های قبل ذکر شد (احراز هویت، راستی‌آزمایی اطلاعات طرح توسط سکو، وثیقه‌گیری از متقاضی و نظارت مستمر). علاوه بر آن نخست اینکه شفافیت اطلاعات و گزارش‌دهی عمومی، خود مانع مهمی در برابر تقلب است. وقتی همه جزئیات طرح و سوابق متقاضی روی پلتفرم منتشر می‌شود و عملکرد جذب سرمایه لحظه‌به‌لحظه در معرض دید همگان است، امکان دست‌کاری پنهانی کاهش می‌یابد. دوم، طراحی قراردادها به گونه‌ای است که متقاضی تا پایان اجرای طرح به صورت اقساط یا در انتها وجوه را دریافت می‌کند. برخی پلتفرم‌ها پرداخت تدریجی وجوه در مراحل پروژه را در قرارداد شرط می‌کنند تا اگر متقاضی منحرف شد، ادامه پرداخت متوقف شود. سوم، سازکار گزارش پیشرفت پروژه: متقاضی مکلف است در طول دوره اجرای طرح، گزارش‌های ادواری از پیشرفت کار و نحوه مصرف وجوه ارائه کند. این گزارش‌ها روی سایت پلتفرم برای سرمایه‌گذاران قابل مشاهده است و عدم ارائه به موقع آن می‌تواند تخلف محسوب شود. چهارم، جریمه‌ها و ضمانت اجراها: دستورالعمل برای تخلفات متقاضی (برای مثال مصرف وجوه در غیر موضوع طرح، تأخیر غیرموجه در اجرا یا امتناع از پرداخت سود) ضمانت اجرا تعیین کرده که از ضبط وثیقه گرفته تا محرومیت از استفاده دوباره از تأمین مالی جمعی و حتی معرفی به مراجع قضایی را شامل می‌شود. درواقع اگر متقاضی قصد فریب داشته باشد، عواقب سنگینی در انتظار اوست که انگیزه کلاهبرداری را کم‌رنگ می‌کند. در کنار این ابزارها، نقش

مشارکت عمومی^{۱۴} در کشف تقلب را نباید نادیده گرفت (Mollick, 2014)؛ سرمایه‌گذاران متعدد با نظارت جمعی خود می‌توانند نشانه‌های مشکوک را سریع‌تر تشخیص دهند. برای نمونه در پلتفرم‌های جهانی اگر پروژه‌ای غیرواقعی به نظر برسد، کاربران در بخش نظرات هشدار می‌دهند و شبکه‌های اجتماعی علیه آن اطلاع‌رسانی می‌کنند. در ایران نیز تقویت کانال‌های ارتباطی با سرمایه‌گذاران و امکان بحث و تبادل نظر درباره طرح، می‌تواند یک نظارت اجتماع‌محور ایجاد کند. با تمام این موارد، هرگاه علی‌رغم پیشگیری‌ها جرمی واقع شود، قوانین کیفری عمومی برای برخورد وجود دارد. ماده ۱۳ قانون جرایم رایانه‌ای ۱۳۸۸ کلاهبرداری اینترنتی را جرم‌انگاری کرده و انتشار آگهی‌های فریبنده و جمع‌آوری اموال از این طریق را قابل مجازات دانسته است. لذا سوءاستفاده احتمالی از بستر تأمین مالی جمعی در قالب جعل اطلاعات یا وعده دروغین، ذیل این ماده قابل پیگیری خواهد بود. به‌طور کلی تجربه بین‌المللی نشان می‌دهد که میزان وقوع تقلب جدی در تأمین مالی جمعی بسیار پایین بوده است و انتظار می‌رود با نظارت دقیق فرابورس و هشیاری جامعه سرمایه‌گذاران، این امر در ایران نیز صادق باشد.

۴-۳- حریم خصوصی و حفاظت داده‌ها

اجرای کمپین‌های تأمین مالی جمعی مستلزم دریافت و پردازش حجم زیادی از داده‌های شخصی کاربران (سرمایه‌گذاران و متقاضیان) است، مانند اطلاعات هویتی، مالی، سوابق شغلی، شماره حساب بانکی و... حفاظت از این داده‌ها یک الزام قانونی و اخلاقی است. در حقوق ایران، هرچند هنوز قانون جامعی برای حفاظت از داده‌های شخصی به تصویب نرسیده، اما اصولی در قوانین جاری وجود دارد؛ برای مثال قانون تجارت الکترونیکی ۱۳۸۲، «مصونیت حریم خصوصی کاربران» را مورد توجه قرار داده و استفاده غیرمجاز از داده‌های شخصی را ممنوع کرده است. همچنین طبق مقررات بورس، اطلاعات مشتریان نزد نهادهای مالی باید محرمانه بماند. پلتفرم‌ها موظف‌اند تا تمهیدات امنیت سایبری پیشرفته به کار گیرند تا از دسترسی غیرمجاز به اطلاعات جلوگیری شود. این شامل رمزنگاری داده‌های حساس، استفاده از پروتکل‌های امن^{۱۵} و تست‌های دوره‌ای - امنیتی می‌شود. حملات سایبری به پلتفرم‌ها می‌تواند علاوه بر افشای داده‌ها، موجب سرقت وجوه یا اختلال در فرایندهای تأمین مالی شود. از این رو دستورالعمل سازمان بورس برای سکوها استانداردهای فنی (ازجمله استقرار سرورهای امن، پشتیبان‌گیری مستمر، احراز هویت چندعاملی برای کاربران) تعیین کرده است. نقض حریم خصوصی کاربران می‌تواند برای

14. Crowd

15. Secure Sockets Layer (SSL)

سکو تبعات حیثیتی و حقوقی داشته باشد؛ در صورت افشای عمدی اطلاعات یا سهل‌انگاری منجر به نشت داده، اشخاص زیان‌دیده می‌توانند مطالبه خسارت کنند. در اروپا، مقررات عمومی حفاظت داده‌ها^{۱۶} حاکم است (Voigt & Bussche, 2017) که پلتفرم‌ها را به اخذ رضایت صریح کاربر، ذخیره حداقلی داده و امکان فراموش شدن (حذف داده‌ها) ملزم می‌کند. پیشنهاد می‌شود که سکوه‌های ایرانی نیز خط‌مشی‌های حریم خصوصی شفاف‌تری منتشر کنند و حقوق کاربران در خصوص داده‌هایشان (مانند حق مشاهده و اصلاح اطلاعات شخصی) را به رسمیت بشناسند. با توجه به حساسیت اعتماد عمومی، شاید تشکیل یک کارگروه امنیت و حریم خصوصی زیر نظر فرابورس جهت پایش منظم عملکرد سکوها در این زمینه مفید باشد. خوشبختانه تاکنون گزارشی از نشت داده گسترده یا سوءاستفاده از اطلاعات کاربران تأمین مالی جمعی در ایران منتشر نشده و امید است با ارتقای مداوم زیرساخت‌های امنیتی، این سابقه خوب حفظ شود.

۴-۴- مالکیت فکری و محرمانگی ایده‌ها

یکی از دغدغه‌های کارآفرینان برای استفاده از تأمین مالی جمعی، افشای زودهنگام ایده‌ها و ابتکارات آنها در معرض عموم است (Lemley, 2008). طبیعت تأمین مالی جمعی ایجاب می‌کند که متقاضی جهت جلب نظر سرمایه‌گذاران، جزئیات قابل توجهی از طرح خود را افشا کند. اگر آن طرح جنبه ابتکاری داشته باشد (Gans & Stern, 2003) (برای مثال یک اختراع در حال ثبت یا یک طرح کسب‌وکار نوآور)، انتشار عمومی آن می‌تواند خطر کپی‌برداری توسط رقبا یا سوءاستفاده از عدم ثبت را به همراه داشته باشد. قانون ثبت اختراعات و علائم تجاری ۱۳۸۶، حمایت از اختراع را مشروط به ثبت می‌داند و ایده‌های ثبت‌نشده در برابر بهره‌برداری دیگران حمایت قانونی روشنی ندارند. همچنین اسرار تجاری تا زمانی حفاظت می‌شوند که محرمانه باقی بمانند؛ افشای آنها در یک پلتفرم عمومی می‌تواند اسرار بودن را زایل کند و حمایت قانونی را منتفی سازد. از این رو توصیه می‌شود تا کارآفرینان پیش از شروع کمپین، جنبه‌های قابل ثبت دارایی فکری خود را ثبت یا حداقل اظهارنامه مربوطه را تسلیم کنند تا دارای حق تقدم شوند. از سوی دیگر، پلتفرم‌ها به‌طور معمول در شرایط و ضوابط استفاده اشاره می‌کنند که هرگونه استفاده غیرمجاز از محتوا و ایده‌های طرح‌های منتشرشده، پیگرد قانونی دارد و حقوق آن متعلق به متقاضی است. البته اجرایی کردن این امر در عمل دشوار است؛ زیرا هر شخصی می‌تواند با مشاهده جزئیات ایده در سایت، مشابه آن را توسعه دهد، مگر آنکه قانون مانع باشد. قوانین مالکیت فکری فرانسه (برای مثال قانون مالکیت فکری فرانسه، ماده 1-621 L) (Lucas-Schloetter, 2020)، حمایت‌های گسترده‌ای از فناوری‌ها و ایده‌های نو ارائه می‌دهد که سبب

تشویق سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای نوپا می‌شود. در ایران نیز قانون حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان، تسهیلاتی برای ثبت اختراعات و حمایت از نوآوری‌ها مقرر کرده، ولی به‌طور خاص معضل افشای طرح در تأمین مالی جمعی را پوشش نداده است. شاید در بازنگری دستورالعمل تأمین مالی جمعی، افزودن بندی مبنی بر الزام سرمایه‌گذاران به عدم افشای اطلاعات داخلی طرح جز برای ارزیابی سرمایه‌گذاری بتواند تا حدی نگرانی‌ها را کاهش دهد. هرچند اجرای چنین تعهدی برای خیل سرمایه‌گذاران خرد در عمل سخت است، اما حداقل ارزش اعلامی دارد. در هر صورت کارآفرین باید ملاحظات حفاظتی خود را رعایت کند؛ به‌طور مثال از افشای جزئیات فنی کلیدی خودداری ورزد و بیشتر بر مزایا و کاربردها تمرکز کند. نقطه تعادل میان شفافیت لازم برای جلب اعتماد سرمایه‌گذار و محرمانگی برای صیانت از مالکیت فکری، چالشی است که به‌تدریج با بلوغ بازار، راه‌حل‌های بهینه‌ای (مانند انتشار بخش‌بندی‌شده اطلاعات در مراحل مختلف) برای آن شکل خواهد گرفت.

۵- چالش‌های حقوقی در جذب سرمایه‌گذاری خارجی و حمایت از ذی‌نفعان

در اینجا ابعاد حقوقی جذب سرمایه‌گذاری خارجی از طریق تأمین مالی جمعی و سازکارهای حمایت از حقوق ذی‌نفعان تبیین و تحلیل می‌شود.

۵-۱- جذب سرمایه‌گذاران خارجی از طریق تأمین مالی جمعی

یکی از مزایای بالقوه تأمین مالی جمعی، امکان دسترسی به سرمایه در مقیاس فراملی است؛ افراد مقیم خارج نیز می‌توانند در پروژه‌های داخلی از طریق اینترنت سرمایه‌گذاری کنند (ماده ۶ دستورالعمل تأمین مالی جمعی). در نظریه، تأمین مالی جمعی می‌تواند راهی برای ورود ارز به کشور و تأمین مالی پروژه‌های داخلی توسط ایرانیان مقیم خارج یا سرمایه‌گذاران علاقه‌مند خارجی باشد؛ اما در عمل موانع حقوقی و اجرایی متعددی وجود دارد (Ziegler et al., 2020). نخست اینکه مقررات ارزی و بانکی ایران انتقال پول از خارج را با محدودیت‌هایی مواجه کرده است (به‌ویژه پس از تحریم‌های بانکی). حتی اگر یک شخص خارجی بخواهد در پلتفرم ایرانی سرمایه‌گذاری کند، پیدا کردن مسیر پرداخت (برای مثال استفاده از صرافی یا ارزهای دیجیتال) چالش‌برانگیز است (همان‌طور که در بند الف ماده ۱ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی اشاره شده است، در سرمایه خارجی وجوه نقدی باید به‌صورت ارز قابل تبدیل، از طریق نظام بانکی یا دیگر طرق انتقال وجوه که مورد تأیید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران باشد، به کشور وارد شود، لذا استفاده از ارزهای دیجیتال برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مالی جمعی نیز امکان‌پذیر نیست). دوم،

قانون «تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی»^{۱۷} مصوب ۱۳۸۱ برای حمایت از سرمایه‌گذاران خارجی در ایران چهارچوبی ارائه می‌دهد که مشتمل بر به‌کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود پس از اخذ مجوز سرمایه‌گذاری است و این مجوز، مجوزی است که بر طبق ماده (۶) این قانون برای هر مورد سرمایه‌گذاری خارجی صادر می‌شود. رویه این قانون برای پروژه‌های بزرگ و مستقیم طراحی شده و برای مبالغ خرد و پراکنده کاربرد روشنی ندارد. اگر فردی از خارج ۱۰۰ دلار در یک طرح تأمین مالی جمعی سرمایه‌گذاری کند، به دنبال اخذ مجوز سرمایه‌گذاری خارجی نخواهد بود؛ لذا حقوق او ذیل حمایت‌های FIPPA (مثل حق تبدیل و انتقال ارز) تضمین شده نیست. این ابهام می‌تواند اشتیاق سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش دهد. راه حل ممکن، تصویب دستورالعملی خاص است که بدون نیاز به تشریفات اداری پیچیده، سرمایه‌های ورودی از بستر پلتفرم‌های مجاز را خودبه‌خود مشمول حمایت کند (Zetsche & Preiner, 2018). نکته سوم، مسئله تحریم‌هاست؛ اتباع و شرکت‌های آمریکایی و برخی کشورهای دیگر به خاطر تحریم‌ها مجاز به معامله مالی با ایران نیستند؛ بنابراین بخش قابل توجهی از بازار سرمایه‌گذاران بالقوه خارجی در عمل کنار گذاشته می‌شود. مورد چهارم، تبادل و انتقال سود است؛ حتی در صورت جذب سرمایه خارجی، متقاضی باید بتواند در پایان پروژه اصل و سود را به ارز موردنظر سرمایه‌گذار برگرداند؛ در شرایط محدودیت ارزی، تبدیل ریال به ارز و انتقال آن ممکن است به مشکل بخورد. با وجود این نباید از ظرفیت ایرانیان خارج کشور غافل شد. چنانکه اشاره شد، ایران جامعه‌ای جمع‌گرا دارد و نمونه‌های تاریخی فراوانی از مشارکت مالی ایرانیان در امور ملی وجود دارد. پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی می‌توانند با ایجاد درگاه‌های پرداخت ارزی مجاز (برای مثال از طریق شعب بانک‌های خارجی یا رمزارزهای قانونی) مسیر مشارکت امن را فراهم کنند. در این میان، دیپلماسی مالی و توافقات دوجانبه نیز مفید است؛ به‌طور مثال اگر با برخی کشورها سازگار انتقال مالی تعریف شود، سرمایه‌گذاران آن کشور با اطمینان بیشتری وارد می‌شوند. در مجموع اصلاح برخی مقررات در جهت تسهیل ورود سرمایه‌های خرد خارجی لازم است، از جمله معافیت مالیاتی سود سهام/سود وام متعلق به خارجی‌ها، امکان افتتاح حساب سرمایه‌گذاری برای غیرمقیم‌ها در کارگزاری‌های داخلی و ترتیبات انتقال ارز حاصل از فروش یا سود سرمایه‌گذاری بدون بروکراسی زائد. این اقدامات می‌تواند تأمین مالی جمعی را به ابزار کارآمدی در جذب سرمایه جهانی برای طرح‌های داخلی بدل کند (Arner et al., 2016).

۵-۲- حمایت از حقوق ذی‌نفعان (فرا تر از سرمایه‌گذاران)

در اکوسیستم تأمین مالی جمعی، علاوه بر سرمایه‌گذاران خرد که پیش‌تر بحث شد، دیگر

17. Foreign Investment Promotion and Protection Act (FIPPA)

ذی‌نفعان نیز حضور دارند؛ کارآفرین یا متقاضی تأمین مالی، پلتفرم واسطه و حتی دستگاه‌های حکومتی که به اهدافی چون اشتغال‌زایی و توسعه فناوری می‌انديشند. چهارچوب حقوقی باید توازن منافع این ذی‌نفعان را رعایت کند. از منظر متقاضیان (استارت‌آپ‌ها)، دغدغه اصلی حفظ کنترل بر کسب و کار خود و مواجهه با مقررات انعطاف‌ناپذیر نیست. اگر مقررات تأمین مالی جمعی بیش از حد سخت‌گیرانه باشد یا حقوق سرمایه‌گذاران را به شکلی تضمین کند که اختیارات کارآفرین محدود شود (برای مثال دخالت سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های روزمره)، آنگاه استارت‌آپ‌ها از این روش گریزان خواهند شد. خوشبختانه در مدل کنونی ایران، سرمایه‌گذاران اغلب غیرفعال هستند و حق دخالت در مدیریت ندارند که برای استارت‌آپ‌ها مطلوب است، اما ریسک را بالا می‌برد (Ahmed, 2025). نیاز است حد وسطی پیدا شود، به طور مثال ایجاد مجمع سرمایه‌گذاران با حقوق مشخص در موارد کلیدی (فروش کل شرکت، تغییر اساس طرح و غیره) بدون ورود در معاملات روزمره. همچنین تأمین مالی جمعی نباید برای استارت‌آپ تعهدات غیرمعقول ایجاد کند، برای مثال نرخ‌های بهره نامتعارف یا وثایق فراتر از توان. در حال حاضر هم برخی مقررات از دید استارت‌آپ‌ها چالش‌زاست، از جمله سپردن ضمانت‌نامه معادل کل مبلغ جمع‌آوری‌شده ممکن است برای بسیاری از شرکت‌های نوپا دشوار باشد. لذا انعطاف در اخذ وثیقه (برای مثال قبول ضمانت صندوق‌های نوآوری یا پذیرش وثیقه‌های جایگزین) می‌تواند به نفع متقاضیان باشد. از طرف دیگر دولت به‌عنوان ذی‌نفع کلان این حوزه، انتظار دارد تأمین مالی جمعی در جهت اهداف توسعه‌ای کشور به کار رود. بدین منظور لازم است تا سیاست‌هایی اتخاذ شود که منابع جمع‌شده به سمت اولویت‌های ملی سوق یابد، مانند پروژه‌های تولیدی، فناوری‌های راهبردی، طرح‌های اشتغال‌آفرین و... البته این هدایت باید به شکل مشوق باشد نه اجبار. به‌طور نمونه می‌توان برای طرح‌های واقع در مناطق کمتر توسعه‌یافته یا حوزه‌های اولویت‌دار، سهم مشارکت دولت یا یارانه سود در نظر گرفت تا برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر شوند. بدین ترتیب حقوق و منافع همه ذی‌نفعان در یک چرخه هم‌افزا قرار خواهد گرفت؛ سرمایه‌گذار خرد سود منصفانه کسب می‌کند و از مشارکت خود احساس رضایت اجتماعی دارد؛ کارآفرین به سرمایه دست می‌یابد، بی‌آنکه کنترلش را از دست بدهد؛ پلتفرم کسب و کار مشروع و درآمد کارمزدی (۴٪ از کل سرمایه جذب‌شده طبق دستورالعمل) دارد و دولت نیز به اهداف توسعه‌ای خود نزدیک می‌شود. نقش نظام حقوقی ایجاد همین تعادل و کاهش تعارض منافع بالقوه است. در حقوق تطبیقی به‌عنوان نمونه، قانون «برنامه اقدام برای رشد و تحول بنگاه‌ها فرانسه»^{۱۸} (۲۰۱۹) با اصلاح مقررات تأمین مالی نوآوری، مسیر جذب سرمایه در استارت‌آپ‌ها را تسهیل

کرده و تلاش داشته بین منافع سرمایه‌گذاران و کارآفرینان سازگاری ایجاد کند. مقررات تأمین مالی جمعی اتحادیه اروپا نیز الزام کرده که پلتفرم‌ها منافع متقاضی و سرمایه‌گذاران را متوازن کنند و تضاد منافع را افشا نمایند (Radmore et al., 2020). نتیجه آنکه در اصلاح چهارچوب حقوقی ایران نیز باید با الهام از بهترین رویه‌ها، مکانیسم‌هایی طراحی شود که بُرد - بُرد بودن تأمین مالی جمعی برای همه طرف‌ها تضمین گردد (Anand, 2014).

۶- تأمین مالی جمعی در چهارچوب سیاست‌های کلی اقتصاد دانش‌بنیان، تولید و اشتغال

در این بخش، نسبت میان تأمین مالی جمعی و اهداف کلان اقتصادی کشور تحلیل می‌شود. با توجه به اینکه شبکه بانکی سنتی به دلیل فقدان وثایق کافی و ماهیت پرریسک شرکت‌های نوپا، تمایل اندکی به تأمین مالی آنها دارد، تأمین مالی جمعی می‌تواند خلأ موجود را با تکیه بر ایده نوآورانه و گروه کارآفرین و نه دارایی‌های فیزیکی، پر کند. در این راستا همسویی این روش با سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی، مردمی‌سازی اقتصاد و حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان و کسب‌وکارهای کوچک و متوسط نشان داده می‌شود. همچنین ظرفیت تأمین مالی جمعی در هدایت سرمایه‌های شهرهای بزرگ به سوی پروژه‌های مناطق کمتر توسعه‌یافته و کمک به توسعه متوازن سرزمینی مورد توجه قرار می‌گیرد. در بخش دوم، ضرورت بهبود چهارچوب حقوقی متناسب با این سیاست‌ها تبیین می‌گردد؛ از جمله به رسمیت شناختن صریح تأمین مالی جمعی در قوانین برنامه‌ای، فراهم کردن مشوق‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاران، مشارکت تطبیقی صندوق‌های دولتی با سرمایه‌های مردمی و رفع موانع حقوقی فراروی شرکت‌های دانش‌بنیانی که از این مسیر تأمین مالی شده‌اند

۶-۱- نقش تأمین مالی جمعی در تحقق سیاست‌های کلان

رهبر معظم انقلاب در نام‌گذاری سال‌های اخیر بر مفاهیمی چون «جهش تولید»، «اقتصاد دانش‌بنیان» و «سرمایه‌گذاری برای تولید» تأکید داشته‌اند. تأمین مالی جمعی به‌عنوان یک پدیده نوظهور مالی می‌تواند ابزاری کارآمد برای پیشبرد این اهداف کلان باشد. شرکت‌های دانش‌بنیان و استارت‌آپ‌های فناوری به سرمایه‌های خطرپذیر و روش‌های منعطف تأمین مالی نیاز دارند. شبکه بانکی سنتی به علت فقدان وثایق در این شرکت‌ها و ماهیت پرریسکشان، کمتر به آنها وام می‌دهد. تأمین مالی جمعی به‌طور دقیق برای پر کردن همین خلأ طراحی شده است؛ در این روش محور، ایده نوآورانه و گروه کارآفرین است نه دارایی‌های فیزیکی شرکت. سرمایه‌گذاران جمعی نیز اغلب انگیزه‌های فراتر از فقط انگیزه مالی دارند و ممکن است به خاطر اعتقاد به فناوری یا علاقه اجتماعی سرمایه‌گذاری کنند (Fukugawa, 2022). بنابراین توسعه

تأمین مالی جمعی در کشور به تقویت اقتصاد دانش بنیان کمک شایانی می‌کند. سیاست‌های کلی علم و فناوری ابلاغی مقام معظم رهبری (۱۳۹۳)^{۱۹} بر تأمین منابع مالی برای تجاری‌سازی ایده‌های نو و توسعه شرکت‌های دانش بنیان تأکید دارد؛ تأمین مالی جمعی یکی از مصادیق بارز مردمی‌سازی تأمین مالی در علم و فناوری است و در اسناد بالادستی کشور نیز مورد اشاره ضمنی قرار گرفته است. صنایع کوچک و متوسط^{۲۰} و کسب و کارهای تولیدی محلی، نقشی مهم در اشتغال‌زایی دارند، اما همواره از کمبود سرمایه در گردش رنج برده‌اند. تأمین مالی جمعی می‌تواند هزاران پروژه تولیدی خرد را با مشارکت مستقیم مردم به ثمر برساند. این روش همچنین مشارکت مردمی در اقتصاد مقاومتی را افزایش می‌دهد؛ به تعبیر رهبر انقلاب، مردم با سرمایه‌های کوچک خود می‌توانند چرخ تولید را به حرکت درآورند. دولت با ایجاد بستر قانونی مناسب برای تأمین مالی جمعی، در عمل مردم را در سرمایه‌گذاری برای تولید شریک می‌کند که تجلی اقتصاد مردمی است. سیاست‌های کلی «اقتصاد مقاومتی» (۱۳۹۲)^{۲۱} نیز مردمی‌کردن اقتصاد و استفاده از ظرفیت بخش‌های خصوصی و تعاونی در تأمین مالی تولید را خواستار شده که تأمین مالی جمعی ابزار تحقق آن است. از دیگر سیاست‌های نظام، توسعه متوازن مناطق و عدالت در دسترسی به فرصت‌هاست. تأمین مالی جمعی با ماهیت مبتنی بر اینترنت، خود می‌تواند سرمایه‌های شهرهای بزرگ را به سمت پروژه‌های مناطق محروم هدایت کند؛ برای مثال یک کارآفرین روستایی می‌تواند از طریق پلتفرم، سرمایه لازم برای ایجاد کارگاه تولیدی را از عموم مردم سراسر کشور جذب کند. به این ترتیب سیاست‌های کلی آمایش سرزمینی و توسعه روستایی نیز منتفع می‌شوند.

۶-۲- ضرورت بهبود چهارچوب حقوقی مطابق سیاست‌ها

اگرچه دستورالعمل فعلی تأمین مالی جمعی، گام نخست را در بومی‌سازی این روش جهانی برداشته، اما برای اینکه تأمین مالی جمعی به‌راستی در خدمت اهداف کلان قرار گیرد، نیازمند تقویت و حمایت بیشتری در قوانین بالادستی است. نخست، باید این روش تأمین مالی در قوانین برنامه‌ای و بودجه‌ای بیشتر به رسمیت شناخته شود. برای نمونه در قانون برنامه هفتم توسعه می‌توان احکامی گنجاند که دولت را مکلف به توسعه زیرساخت حقوقی و فناوری تأمین مالی جمعی کند و سهمی برای آن در تأمین مالی پروژه‌های دانش بنیان در نظر گیرد. در برنامه

۱۹. قابل دسترسی در:

<https://farsi.khamenei.ir/news-content?id=27599>

20. Small and Medium-sized Enterprises (SMEs)

۲۱. قابل دسترسی در:

<https://farsi.khamenei.ir/news-content?id=25370>

ششم توسعه (۱۳۹۶-۱۴۰۰)، اشاره‌هایی کلی به حمایت از استارت‌آپ‌ها شده بود، اما به ابزار مشخصی اشاره نشده بود؛ در برنامه‌های آتی باید به‌صراحت از تأمین مالی جمعی نام برده شود. دوم، هم‌راستا با سیاست حمایت از تولید داخلی، بهتر است دولت مشوق‌های مالی برای سرمایه‌گذاری از طریق پلتفرم‌های مجاز فراهم کند. این مشوق می‌تواند معافیت مالیاتی بخشی از سود سرمایه‌گذار باشد، اگر سرمایه خود را در تولید به کار گیرد، یا تطبیق نرخ سود پرداختی توسط دولت (برای مثال پرداخت مابه‌التفاوت سود در طرح‌های اولویت‌دار) باشد. بدین شکل، اهداف مدنظر سیاست‌گذار (برای مثال افزایش تولید در صنایع خاص) به کمک منابع مردمی تحقق می‌یابد. سوم، در چهارچوب سیاست‌های اشتغال، وزارت کار و رفاه می‌تواند در کنار سازمان بورس، نقش فعال‌تری در ترویج تأمین مالی جمعی بازی کند؛ به‌عنوان مثال صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه دولتی یا بانک‌های توسعه‌ای می‌توانند بخشی از منابع خود را از طریق همسویی با کمپین‌های تأمین مالی جمعی هزینه کنند. مشارکت تطبیقی سرمایه دولتی با سرمایه‌های مردمی^{۲۲} این امر دو اثر دارد: از یک سو با مشارکت یک نهاد معتبر در فرایند تأمین مالی، موجب افزایش اعتماد عمومی به پروژه‌ها می‌شود و از سوی دیگر، کارایی تخصیص منابع دولتی را ارتقا می‌بخشد؛ زیرا منابع عمومی را نه به‌عنوان جایگزین بلکه به‌عنوان مکمل سرمایه‌های مردمی به کار می‌گیرد. چهارم، جهت انطباق با سیاست‌های کلی حمایت از نخبگان و شرکت‌های دانش‌بنیان، باید موانع حقوقی برطرف شود تا این شرکت‌ها راحت‌تر از تأمین مالی جمعی بهره بگیرند. درحقیقت قانون باید جایگاه حقوقی شرکت‌های تأمین مالی‌شده از طریق تأمین مالی جمعی را به رسمیت بشناسد و مقررات متناسب با اندازه و ماهیتشان را اعمال کند. در فرانسه، دولت با اجرای برنامه‌هایی مانند فرنچ‌تک^{۲۳} مجموعه‌ای از حمایت‌های حقوقی و مالی را ویژه استارت‌آپ‌ها ارائه می‌دهد؛ در نظام حقوقی ایران نیز می‌توان بخشی از این حمایت‌ها را به‌طور ویژه به شرکت‌هایی اختصاص داد که از طریق تأمین مالی جمعی سرمایه مورد نیاز خود را جذب کرده‌اند؛ زیرا این دسته از شرکت‌ها اغلب ماهیتی نوآورانه داشته و نقش مؤثری در ایجاد اشتغال و توسعه اقتصادی ایفا می‌کنند (Radmore et al., 2020). پنجم، انطباق با سیاست‌های کلی امنیت اقتصادی و مردمی‌سازی اقتصاد ایجاب می‌کند که به‌مرور اعتماد عمومی به بازار سرمایه داخلی افزایش یابد تا نقدینگی از واسطه‌گری غیرمولد (سپرده‌های بانکی راكد یا سفته‌بازی) به سمت تولید سرازیر شود. تأمین مالی جمعی با تأکید بر شفافیت و مشارکت مستقیم مردم، به‌طور دقیق در خدمت این هدف است؛ بنابراین هر اقدامی در جهت تقویت چهارچوب حقوقی تأمین مالی جمعی نه فقط یک تغییر فنی در قوانین مالی،

22. Crowdfunding

۲۳. «French Tech» عنوان برنامه‌ای دولتی در فرانسه برای حمایت از شرکت‌های نوپا است.

بلکه بخشی از یک راهبرد کلان برای مردمی‌سازی اقتصاد است. از این منظر، مقامات عالی نیز حمایت ضمنی خود را نشان داده‌اند؛ به‌عنوان نمونه در شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی، بر استفاده از ابزارهای نوین مالی جهت حمایت از تولید تأکید شده است. در مجموع تأمین مالی جمعی ظرفیت آن را دارد که به یک جنبش ملی سرمایه‌گذاری برای تولید و فناوری بدل شود؛ اما تحقق این ظرفیت، منوط به آن است که قانونگذار و نهادهای مجری با دیدی بلندمدت به اصلاح و تکمیل قواعد آن بپردازند و موانع فراروی آن را برطرف سازند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

تأمین مالی جمعی به‌عنوان پدیده‌ای نوین در نظام مالی ایران، فصل مشترک حقوق، اقتصاد و فناوری است. این روش نوپا توانسته است در مدت کوتاه، ده‌ها شرکت استارت‌آپی و شرکت‌های کوچک و متوسط را از مسیر سرمایه‌های خرد مردمی تأمین مالی کند و روندی رو به رشد دارد. با این حال بررسی‌ها نشان می‌دهد که برای نهادینه شدن و توسعه پایدار آن، باید پایه‌های حقوقی آن مستحکم‌تر گردد و حمایت قانونی از ذی‌نفعان آن تقویت شود. در این مقاله، ابتدا ماهیت حقوقی قراردادهای تأمین مالی جمعی تحلیل شد و روشن گردید که در حقوق ایران، این قراردادها به‌عنوان عقود نامعین مشروع معتبرند و ترکیبی از عناصر عقود معین (مانند مشارکت مدنی، بیع، قرض و هبه) را شامل می‌شوند. سپس جایگاه پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی به‌عنوان واسط میان سرمایه‌گذاران و کارآفرینان تبیین شد و مسئولیت‌های سنگین حقوقی آنان (از اخذ مجوز فرابورس گرفته تا راستی‌آزمایی اطلاعات و صیانت از وجوه مردم) مورد تأکید قرار گرفت. همچنین تدابیر متعدد ایران برای حمایت از سرمایه‌گذاران خرد بررسی گردید که شامل سقف سرمایه‌گذاری فردی (۵٪)، اخذ وثایق و مشارکت ۱۰٪ متقاضی، افشای کامل اطلاعات پروژه و نظارت و ضمانت اجراهای پس از جذب سرمایه هستند. این موارد نشان می‌دهد که مقررات‌گذار ایرانی به‌خوبی از مخاطرات تأمین مالی جمعی آگاه بوده و سعی در کاهش آنها داشته است. با وجود این برخی خلأهای حقوقی نظیر فقدان بازار ثانویه برای نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌ها (که خوشبختانه فرابورس در حال پیگیری راه‌اندازی آن است)، نبود تصریح قانونی برای حمایت از حقوق مالکیت فکری ایده‌های افشاشده و ابهام در وضعیت حقوقی سرمایه‌گذاران خارجی خرد، شناسایی شد. در بخش‌های بعد، به الزامات انطباق با مقررات فرامرزی (ضد پول‌شویی، مبارزه با تقلب، حفظ حریم خصوصی) پرداخته و نتیجه گرفته شد که پلتفرم‌ها باید مشابه نهادهای مالی تحت نظارت، رویه‌های سخت‌گیرانه مقررات مبارزه با پول‌شویی و احراز هویت را اجرا کنند و امنیت سایبری و محرمانگی داده‌ها را در اولویت بگذارند. همچنین اشاره شد که قوانین کیفری و مدنی ایران برای برخورد با تخلفات احتمالی از این بستر

کافی است، هر چند امیدواریم در اساس با نظارت و شفافیت، تقلبی رخ ندهد. در مقایسه تطبیقی، مقررات اتحادیه اروپا (2020/1503) به عنوان چهارچوبی جامع و یکپارچه معرفی شد که با اعطای «پاسپورت اروپایی» به پلتفرم‌های مجاز، امکان فعالیت فرامرزی آنها را فراهم و استانداردهای حداقلی حمایت از سرمایه‌گذار را وضع کرده است. قانون «جهش تأسیس و توسعه کسب‌وکارهای نوپا» آمریکا (۲۰۱۲) نیز تجربه موفق در آزادسازی تأمین مالی جمعی سهامی همراه نظارت بود که منجر به رشد این بازار در آمریکا شد. فرانسه نیز از پیشگامان تنظیم‌گری در ۲۰۱۴ بود و با ایجاد دو وضعیت مجوز (مشاوران سرمایه‌گذاری مشارکتی و کارگزاران وام مشارکتی)^{۲۴} و سقف جذب سرمایه (ابتدا ۱ میلیون یورو و سپس با روند افزایشی) محیطی امن برای تأمین مالی جمعی ایجاد کرد؛ سپس با قانون «برنامه اقدام برای رشد و تحول بنگاه‌ها (۲۰۱۹)» این حوزه را با مقررات اتحادیه همسو نمود و حنصاها را بالا برد. این تطبیق نشان می‌دهد که روند جهانی به سمت هماهنگ‌سازی مقررات و ارتقای نظارت است تا هم اعتماد عمومی جلب شود و هم پلتفرم‌ها امکان رشد داشته باشند. ایران نیز برای بهره‌گیری از سرمایه‌های خارجی و تعامل با دنیا ناگزیر است معیارهای بین‌المللی را در مقررات خود رعایت کند (Armour & Enriques, 2018).

در پایان با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادهای ذیل برای تقویت چهارچوب حقوقی تأمین مالی جمعی در ایران ارائه می‌شود:

۱. تقنین جامع و ارتقای وضعیت مقرراتی: تبدیل دستورالعمل فعلی (مصوب شورای عالی بورس) به یک مصوبه در سطح قانون یا الحاق موادی در قانون بازار اوراق بهادار که به صراحت تأمین مالی جمعی را تعریف و ارکان آن را مشخص کند. این امر ثبات و اعتبار بیشتری به قواعد می‌بخشد و تفسیرپذیری را کاهش می‌دهد. همچنین باید وضعیت شرکت‌های تأمین مالی‌شونده و گواهی‌های مشارکت آنها در قانون تجارت/ بازار سرمایه تعیین شود تا از نظر حقوق شرکت‌ها و ورقه بهادار، شفاف باشند.
۲. ایجاد بازار ثانویه و سازکار خروج: تسريع در راه‌اندازی بازار ثانویه گواهی شراکت در فرابورس جهت خریدوفروش سهم الشراکه پروژه‌های تأمین مالی‌شده. این اقدام هم جذابیت سرمایه‌گذاری را بالا می‌برد (زیرا نقدشوندگی فراهم می‌شود) و هم امکان کشف قیمت عادلانه برای گواهی‌ها را مهیا می‌کند. علاوه بر بازار ثانویه، می‌توان مکانیسم خروج سرمایه‌گذار در سناریوهای مختلف را تدوین کرد (برای

مثال اگر پروژه زودتر از موعد خاتمه یافت یا شرکت جذب سرمایه عمده بعدی داشت، حقوق سرمایه‌گذاران اولیه چگونه تسویه شود).

۳. تقویت حمایت‌های سرمایه‌گذار: افزودن موادی به دستورالعمل که حداقل حقوق سرمایه‌گذاران را در برابر رقیق شدن سهم یا تصمیم‌های حیاتی شرکت تضمین کند (برای مثال حق تقدم در خرید سهام جدید، حق همراهی در فروش (در صورت فروش شرکت))، همچنین وضع سقف مجموع سرمایه‌گذاری سالانه هر شخص حقیقی بر اساس درآمد وی (مشابه مقررات آمریکا و اروپا) برای جلوگیری از ورود بیش از حد افراد کم‌درآمد به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک. الزام پلتفرم به آموزش ریسک و اخذ تأییدیه آگاهی از ریسک از سرمایه‌گذاران نیز توصیه می‌شود.

۴. انعطاف در مقررات برای استارت‌آپ‌ها: بازبینی الزام ارائه وثیقه‌های سنگین توسط متقاضیان؛ به‌طور مثال اگر متقاضی یک شرکت نوپا بدون دارایی کافی باشد، امکان استفاده از ضمانت صندوق‌های نوآوری و شکوفایی یا صندوق‌های پژوهش و فناوری به جای ضمانت‌نامه بانکی داده شود. همچنین کاهش کارمزدهای تأمین مالی جمعی برای طرح‌های کوچک؛ هم‌اکنون در مجموع ۴/۵٪ کارمزد از متقاضی کسر می‌شود که برای برخی کسب و کارهای خرد رقم بالایی است. شاید با حمایت دولتی بتوان بخشی از این کارمزد را پوشش داد تا طرح‌های کوچک‌تر هم صرفه اقتصادی یابند.

۵. تصریح تکالیف AML/CTF و اتصال به سامانه‌های نظارتی: در متن قوانین به‌صراحت ذکر شود که سکوهای تأمین مالی جمعی از مصادیق «مؤسسات مشمول قانون مبارزه با پول‌شویی» هستند و باید الزامات را رعایت کنند. ایجاد ارتباط برخط بین سامانه‌های تأمین مالی جمعی و سامانه‌های ضد پول‌شویی (مانند سامانه کاشف بانک مرکزی) برای رصد آنی تراکنش‌ها مفید خواهد بود. این کار می‌تواند اعتماد نهادهای امنیتی و بین‌المللی را جلب کرده و مسیر پیوستن ایران به استانداردهای گروه ویژه اقدام مالی را هموارتر کند.

۶. حمایت از مالکیت فکری در فرایند تأمین مالی: توصیه می‌شود مرکز مالکیت معنوی قوه قضائیه و معاونت علمی ریاست جمهوری، خدماتی ویژه به پروژه‌های تأمین مالی جمعی ارائه دهند؛ برای مثال تسریع در ثبت اختراعات یا ثبت طرح‌های صنعتی که در پلتفرم منتشر می‌شوند. همچنین پلتفرم‌ها موظف شوند تا قبل از انتشار عمومی طرح، امکان ثبت اختیاری محرمانه اطلاعات کلیدی را برای متقاضی فراهم کنند؛ یعنی بخشی از اطلاعات طرح فقط در اختیار

سرمایه‌گذاران تأییدشده قرار گیرد، نه همه بازدیدکنندگان سایت. این کار از افشای عمومی کامل جلوگیری کرده و در عین حال اطلاعات لازم به سرمایه‌گذاران واقعی می‌رسد.

۷. تسهیل ورود سرمایه‌های خارجی خرد: هماهنگی بانک مرکزی با سازمان بورس جهت ایجاد یک سازکار نقل و انتقال ارز آسان برای تأمین مالی جمعی. برای مثال معرفی یک بانک عامل که سرمایه‌گذاران خارجی بتوانند وجه ارزی را به حساب آن واریز کنند و معادل ریالی آن در پلتفرم به نامشان ثبت شود؛ سپس در زمان خروج، بانک معکوس این تبدیل را انجام دهد. همچنین اصلاح آیین‌نامه اجرایی قانون سرمایه‌گذاری خارجی برای شمول خودکار سرمایه‌گذاران خرد آنلاین تحت حمایت‌های آن قانون (بدون نیاز به اخذ مجوز تک‌تک). این اصلاحات انگیزه ایرانیان مقیم خارج و حتی سایر علاقه‌مندان را افزایش خواهد داد.

۸. ترویج و فرهنگ‌سازی با حمایت حاکمیت: وزارت اقتصاد و وزارت صمت می‌توانند با همکاری رسانه‌ها، کمپین‌های تبلیغاتی درخصوص تأمین مالی جمعی راه‌اندازی کنند تا فرهنگ سرمایه‌گذاری جمعی در جامعه نهادینه شود. همچنین تشویق نهادهای عمومی (شهرداری‌ها و بنیادها) برای استفاده از تأمین مالی جمعی در پروژه‌های شهری و اجتماعی می‌تواند الگوی موفق‌تری ارائه دهد و مردم را با این مفهوم آشنا کند. استفاده از ظرفیت مساجد، بسیج محلات و سازمان‌های مردم‌نهاد^{۲۵} برای معرفی پروژه‌های محلی در پلتفرم‌ها نیز به مشارکت گسترده‌تر مردم می‌انجامد.

در یک جمع‌بندی کلی، تأمین مالی جمعی پلی است میان سرمایه‌های خرد مردم و ایده‌های بزرگ کارآفرینان. قانون و مقررات باید این پل را ایمن، شفاف و کارآمد سازند. ایران با برداشتن گام‌های اولیه در این مسیر، نشان داده که به اقتصاد فناوری محور و مردمی ایمان دارد. ادامه مسیر نیازمند به‌روز نگه داشتن مقررات با تحولات جهانی، اعتماد به فعالان بخش خصوصی و رفع موانع حقوقی است. با عمیق‌تر کردن پشتوانه حقوقی تأمین مالی جمعی، می‌توان امیدوار بود که در سال‌های پیش رو شاهد رشد چشمگیر این روش و تأمین مالی صدها طرح دانش‌بنیان و تولیدی توسط مردم عزیز کشورمان باشیم؛ امری که تحقق شعار «سرمایه‌گذاری مردمی برای تولید» را عینیت می‌بخشد و نویدبخش آینده‌ای روشن برای اقتصاد دانش‌بنیان ایران است.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

- پایگاه خبری اقتصادروا. «رشد سریع کرافاندینگ در ایران و چالش‌های نظارت». ۱۴۰۴. قابل دسترسی در:

eqtesadroava.ir

- سازمان امور مالیاتی کشور. (۱۴۰۰). بخشنامه شماره ۲۵/۱۴۰۰/۲۱۰، معافیت مالیاتی گواهی‌های شراکت. تهران: سازمان امور مالیاتی کشور.

- شورای عالی بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۷). دستورالعمل تأمین مالی جمعی از طریق بازار سرمایه. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

- شهیدی، مرتضی و نویدرضا کیوانی. (۱۴۰۱). ماهیت قرارداد تأمین مالی جمعی در آیین نظام حقوقی ایران. فصلنامه پژوهش‌های حقوق خصوصی و تطبیقی، ۱۳(۱).

- صادقی، حسین، حمیده زرعی و مهدی ناصر. (۱۴۰۰). چهارچوب‌های حقوقی تأمین مالی جمعی کسب‌وکارهای نوپا و راهکارهای حل چالش‌های آن: بایسته‌ها و سیاست‌گذاری‌ها. فصلنامه راهبرد توسعه، ۱۷(۶۵).

- عسگری مروت، علی، حسن عالی‌پور، مینا مهرنوش و مجتبی بهرامی گرو. (۱۳۹۹). ایده‌های نوآورانه و اندیشه‌های مجرمانه: مرز تأمین مالی جمعی و تأمین مالی تروریسم. فصلنامه پژوهش حقوق کیفری، ۹(۳۳).

<https://doi.org/10.22054/jclr.2020.43471.1928>

- قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی. مصوب ۱۳۸۱.

- قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید. مصوب ۱۳۸۸.

- قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور. مصوب ۱۳۹۴.

ب) منابع انگلیسی

- Ahmed, Habib. (2025). Crowdfunding and entrepreneurial/SME finance: regulatory framework for financial inclusion. *Journal of Banking Regulation*, 26. <https://doi.org/10.1057/s41261-025-00273-2>

- Anand, Anita. (2014). Is Crowdfunding Bad for Investors?. *Canadian Business Law Journal*, 55(2).

- Armour, John & Luca Enriques. (2018). The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts. *Modern Law Review*, 81(1). DOI: 10.1111/1468-2230.12316

- Arner, Douglas W., Janos Barberis & Ross P. Buckley. (2016). The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm. *Georgetown Journal of International Law*, 47(4).

- Ausiandra, Y. (2017). *Évolution institutionnelle du capital risque dans un environnement web 2.0*. PhD diss., Université de Strasbourg.

- Ayadi, R., & B. Bernet. (2009). *Financing SMEs in Europe*. Vienna: SUERF.

- Belleflamme, Paul, Thomas Lambert, & Armin Schwienbacher. (2014). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing* 29(5).

- Bernthal, J. Brad. (2018). The Evolution of Entrepreneurial Finance. *Brigham Young*

University Law Review, (4).

- Bird & Bird LLP. (2023). Crowdfunding and Anti-Money Laundering Regulation in the EU: Risks and Recommendations. Legal Insights Report, May 2023.
- Brännback, M., N. Kiviluoto, A. Carsrud, & R. Östermark. (2010). Much Ado about Nearly Nothing? An Exploratory Study on the Myth of High Growth Technology Startup Entrepreneurship. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 30(XII).
- Brejdak, Jakub. (2022). How Does the Law Protect the Crowd? Legal Mechanisms for Investor Protection under EU Regulation 2020/1503. *SSRN Electronic Journal*. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5332346> (December 10, 2022)
- Brüntje, Dennis & Oliver Gajda. (2016). *Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice*. Cham: Springer.
- Burger-Helmenchen, Thierry & Julien Pénin. (2011). Crowdsourcing: Définition, enjeux, typologie. *Management & Avenir*, 41(1). DOI:10.3917/mav.041.0254
- Chen, Qi, Itay Goldstein, & Wei Jiang. (2007). Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price. *Review of Financial Studies*, 20(3).
- Coglianese, Cary. (2019). Regulatory Risk and Crowdfunding. *Regulation & Governance*, 13(3).
- Corporate Finance Institute. (2020). "Equity Crowdfunding". Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-crowdfunding/> (February 25, 2021)
- Cross, Meredith B. (2015). The Promise and Challenges of Crowdfunding. Speech in U.S. Securities and Exchange Commission.
- Delforio, Laura. (2018). *Access to Credit for SMEs in a European Union Context: An SME Perspective and a Critical Review of Access to Credit*. PhD diss. University of Southampton.
- Estrin, Saul, Daniel Gozman, Susanna Khavul, & Manpreet Singh. (2022). Crowdfunding and Entrepreneurial Finance: Evidence and Policy Implications. *Small Business Economics*, 58(3).
- European Union. (2020). Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSPs). *Official Journal of the European Union*, L347.
- Felix, J. (2020). *Revenue-Based Financing*. Master's thesis, Universidade Católica Portuguesa.
- Feyen, Erik, Jon Frost, Leonardo Gambacorta, Harish Natarajan, & Matthew Saal. (2021). Fintech and the Digital Transformation of Financial Services: Implications for Market Structure and Public Policy. BIS Papers, no. 117, Bank for International Settlements.
- Fukugawa, Nobuya. (2022). Effects of the quality of science on the initial public offering of university spinoffs: evidence from Japan. *Scientometrics*, 127(8).
- Gans, Joshua S. & Scott Stern. (2003). The Product Market and the Market for 'Ideas': Commercialization Strategies for Technology Entrepreneurs. *Research Policy*, 32(2).
- Gilson, Ronald J. (2010). Locating Innovation: The Endogeneity of Technology, Organizational Structure, and Financial Contracting. *Columbia Law Review*, 110(3).
- Groshoff, David. (2016). Equity Crowdfunding as Economic Development. *Campbell Law Review*, 38(3).
- Handke, C., & C. Dalla Chiesa. (2022). The Art of Crowdfunding and Innovation: The Cultural Economic Perspective. *Journal of Cultural Economics*, 46.
- Ho, John K. S. (2016). Regulating Equity Crowdfunding in Hong Kong: Appreciating Anglo-American Experiences and Recognizing Local Conditions. *Common Law World*

Review, 45(4).

- Hollow, Matthew. (2013). Crowdfunding and Civic Society in Europe: A Profitable Partnership?. *Open Citizenship*, 4(1).
- IMF. (2019). Fintech: The Experience So Far. *IMF Policy Paper*, No. 19/024.
- IOSCO. (2015). Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.
- Kaplan, Steven N., & Per Strömberg. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2).
- Lemley, Mark A. (2008). The Surprising Virtues of Treating Trade Secrets as IP Rights. *Stanford Law Review*, 61(2).
- Lenz, Rainer. (2016). Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks. *European Journal of Risk Regulation*, 7(4).
- Levratto, Nadine, Mohamed Ramadan & Laurent Tessier. (2017). Les 'business angels', révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation. *Revue d'Économie Industrielle*.
- Li, Man. (2017). A Signaling Game Analysis of Project Investment on Equity Crowdfunding Platform. *Open Journal of Social Sciences*, (5).
- Lu, Lerong. (2018). Promoting SME Finance in the Context of the Fintech Revolution: A Case Study of the UK's Practice and Regulation. *Banking and Finance Law Review*, 33(3).
- Lucas-Schloetter, Agnès. (2020). *Droit de la propriété intellectuelle*. 3rd éd. Paris: Dalloz.
- Majumdar, Arjya B. (2018). Regulatory Arbitrage in Cross-Border Crowdfunding. In: *The Oxford Handbook of IPOs*. edited by Douglas Cumming. 745-758. Oxford: Oxford University Press.
- Meadows, Michael R. (2018). The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings. *Loyola Consumer Law Review*, 30(2).
- Mollick, Ethan. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing* 29(1).
- Mundbjerg, Victor & Juuso Sipari. (2017). *Pre-seed Funding for Technology Start-Ups - The Process of Acquiring Funding*. Master's thesis, Uppsala Universitet.
- OECD. (2021). Digital Disruption in Banking and Its Impact on Competition.
- Pekmezovic, Alma & Gordon Walker. (2016). The Global Significance of Crowdfunding: Solving the SME Funding Problem and Democratizing Access to Capital. *William & Mary Business Law Review*, 7(2).
- Radmore, Emma, Caroline Stevenson, & Amelia Green. (2020). EU Crowdfunding Regulation – Investor Protection Aspects. *Womble Bond Dickinson*.
- Schumpeter, Joseph. (1935). *Théorie de l'évolution économique*. Paris: Dalloz.
- Schwartz, Andrew A. (2018). The Gatekeepers of Crowdfunding. *Washington and Lee Law Review*, 75(2).
- Securities Commission Malaysia. (2014). Proposed Regulatory Framework for Equity Crowdfunding. Public Response Paper no. 2/2014.
- Segarra, A., & M. Teruel. (2014). High Growth Firms, an Empirical Analysis. *Small Business Economics*, 43(4).
- Shaw, M. A. (2019). Enterprise Valuation and Modern E-Business. *SSRN Electronic Journal*, June 5, 2019.
- Short, J. C., D. J. Ketchen, A. F. McKenny, T. H. Allison, & R. D. Ireland. (2017). Research on Crowdfunding: Reviewing the (Very Recent) Past and Celebrating the

Present. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2).

- United States Securities and Exchange Commission (SEC). (2020). Final Rule: Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets. Release Nos. 33-10884; 34-90300.
- UpGuard Team. (2020). How Risky Is Crowdfunding?. UpGuard Blog, August 5, 2020.
- Veil, Rüdiger. (2017). European Capital Markets Law. In: *European Capital Markets Law*. edited by R. Veil, 169-179. 2nd ed. Oxford: Hart Publishing.
- Vismara, Silvio. (2016). Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4).
- Voigt, Paul & Axel von dem Bussche. (2017). *The EU General Data Protection Regulation (GDPR): A Practical Guide*. Cham: Springer.
- Zeranski, Stefan & Ibrahim E. Sancak. (2020). Digitalisation of Financial Supervision with Supervisory Technology (SupTech). *Journal of International Banking Law and Regulation*, 35(8).
- Zetzsche, Dirk & Christina Preiner. (2018). Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe. *European Business Organization Law Review*, 19. <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0110-x>
- Zhang, Yexia, & Zhi Chen. (2018). The Future Development of Crowdfunding Industry in China. In: *Financing from Masses: Crowdfunding in China*. Cham: Springer.
- Ziegler, Tania, Rotem Shneor, Karsten Wenzlaff, Britney Wanxin Wang, Jaesik Kim, Ana Odorovic, Felipe Ferri de Camargo Paes, Krishnamurthy Suresh, Bryan Zheng Zhang, Daniel Johanson, Cecilia Lopez, Leyla Mammadova, Nicola - - Adams, Dan Luo. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*. Cambridge, UK: Cambridge Centre for Alternative Finance.