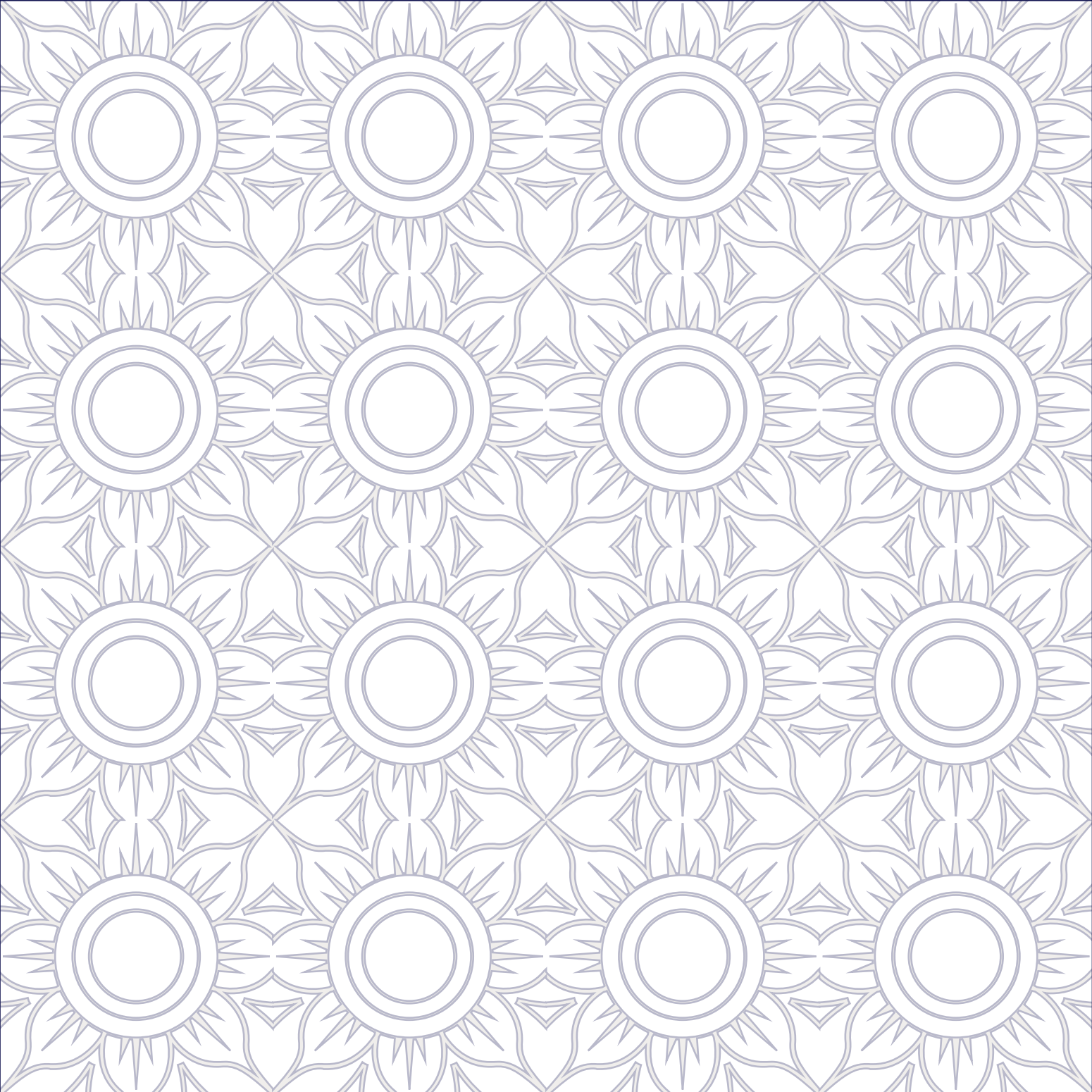




چالش‌ها و راهکارهای
توسعه تأمین مالی جمعی در ایران؛
پیش‌نویس اصلاحیه دستورالعمل تأمین مالی جمعی



الحسين بن علي





گزارش سیاستی

چالش‌ها و راهکارهای توسعه تأمین مالی جمعی در ایران؛ پیش‌نویس اصلاحیه دستورالعمل تأمین مالی جمعی





انستیتوت توسعه رست بوم
فناوری‌های مالی (فاین‌تک)
پژوهشکده مطالعات فناوری



پژوهشکده
مطالعات فناوری

شناسنامه گزارش



عنوان گزارش:

چالش‌ها و راهکارهای توسعه تأمین مالی جمعی در ایران؛ پیش‌نویس اصلاحیه دستورالعمل تأمین

مالی جمعی

مدیر پروژه:

محمدصادق صارمی

تهیه‌کنندگان گزارش:

روح‌اله ابوجعفری، محمد مختاری، امیرحسین شجاعی و سید امیرحسین عراقچی

ویراستار:

مهرداد شیرقاضی

طراح جلد و صفحه‌آرا:

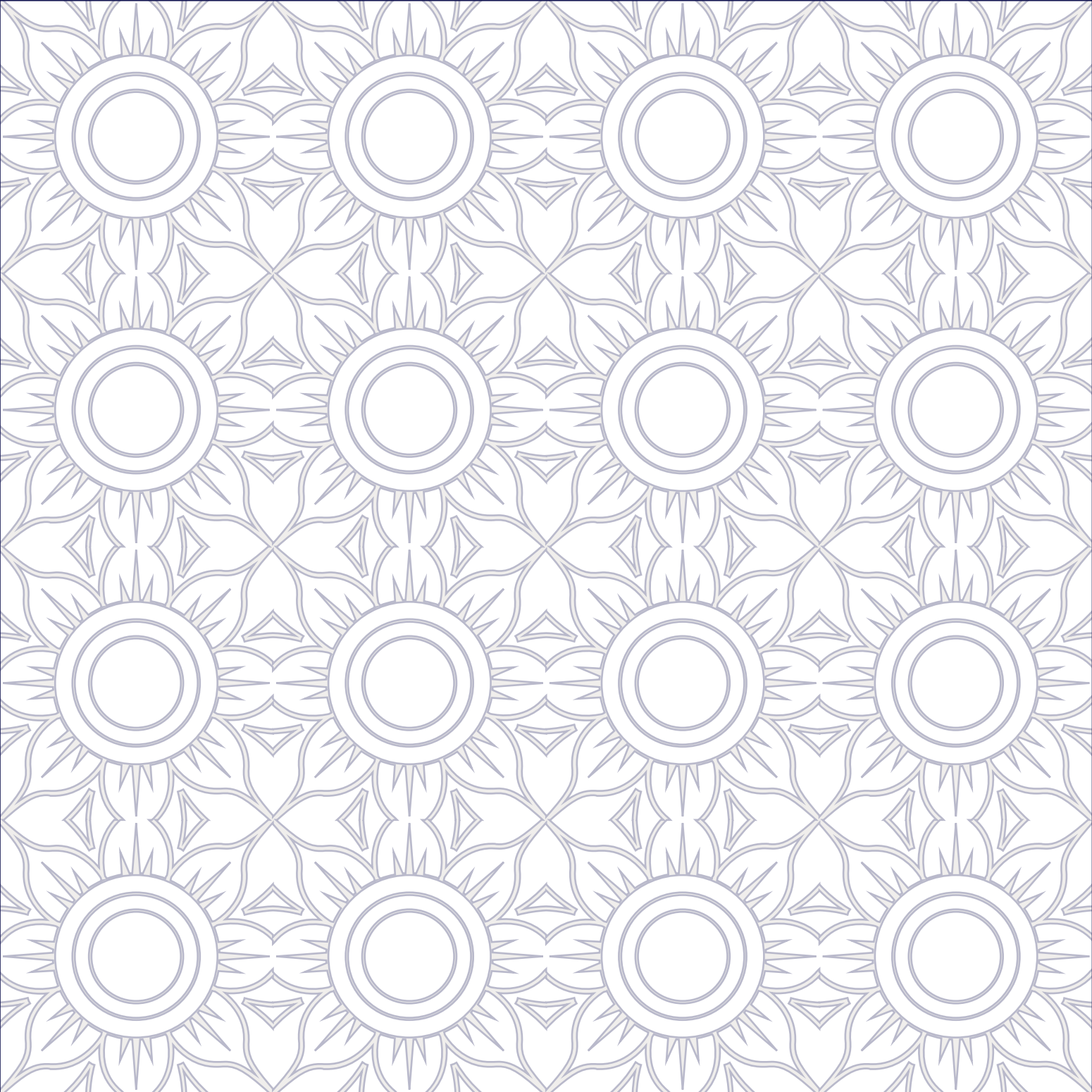
علی قربی

تاریخ انتشار:

مرداد ماه ۱۴۰۴

فهرست

۱.....	چکیده
۳.....	مقدمه
۴.....	۱. تأمین مالی جمعی: راهکار نوین تأمین مالی
۸.....	۲. تأمین مالی جمعی در ایران: گذشته و آینده
۱۳.....	۳. بررسی چالش‌های توسعه تأمین مالی جمعی در ایران
۱۳.....	۳-۱. ملاحظات تنظیم‌گری و نظارت بر تأمین مالی جمعی
۱۴.....	۳-۲. فرایندهای اجرایی تأمین مالی جمعی
۱۶.....	۳-۳. مسیر توسعه تأمین مالی جمعی
۱۹.....	۴. راهکارهای پیشنهادی توسعه تأمین مالی جمعی در ایران
۱۹.....	۴-۱. دسته اول: قابل انجام توسط کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی
۲۰.....	۴-۲. دسته دوم: قابل انجام توسط سازمان یا شورای عالی بورس
۲۱.....	۴-۳. دسته سوم: قابل انجام در سطح کلان و نیازمند همکاری‌های بین‌بخشی
۲۲.....	۴-۴. دسته چهارم: موارد اصلاحی در مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی
۲۵.....	۵. درس‌های سیاستی
۲۷.....	۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۲۹.....	پیش‌نویس اصلاح و تغییر دستورالعمل تأمین مالی جمعی



چکیده

توسعه ابزارهای تأمین مالی نوین، به ویژه در قالب مدل های مشارکتی، به یکی از نیازهای اساسی نظام اقتصادی کشور در پاسخ به محدودیت منابع بانکی، ارتقاء فرهنگ کارآفرینی و تسهیل دسترسی کسب و کارها به منابع مالی تبدیل شده است. تأمین مالی جمعی^۱ به عنوان یکی از مدل های نوآورانه، امکان جذب منابع مالی خرد از سوی عموم مردم و بدون واسطه های سنتی را فراهم می سازد و می تواند نقشی مؤثری در مردمی سازی اقتصاد و رشد سرمایه گذاری ایفا کند. با وجود تدوین دستورالعمل قانونی در سال ۱۳۹۷ توسط شورای عالی بورس، توسعه این ابزار با چالش های متعدد در ابعاد نظارتی، اجرایی و ساختاری مواجه بوده است.

در این نوشتار، ابتدا وضعیت موجود صنعت تأمین مالی جمعی در ایران بررسی و سپس با تکیه بر مطالعات میدانی و تحلیل اسناد مقرراتی، چالش های اصلی این حوزه در سه بخش تنظیم گری، اجرا و توسعه بازار شناسایی شده است. برای هر یک از این چالش ها، راهکارهایی عملیاتی در سه سطح کارگروه ارزیابی، سازمان یا شورای عالی بورس و سطح کلان بین بخشی پیشنهاد گردیده است. همچنین، اصلاحاتی در مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی جهت ارتقاء کارایی این ابزار مالی ارائه شده است.



اجرای این پیشنهادها می‌تواند زمینه‌ساز بهبود عملکرد این صنعت نوپا و تقویت نقش آن در رشد تولید، حمایت از کسب و کارهای نوآور و افزایش مشارکت عمومی در تأمین مالی باشد.

بررسی چالش‌ها و راهکارهای توسعه لندتک در ایران؛ پیش‌نویس آئین‌نامه فعالیت شرکت‌های اعتباریار

مقدمه

تأمین مالی جمعی در تجلی مدرن خود، روشی برای جمع‌آوری منابع مالی تعریف می‌شود که شامل جمع‌آوری مبالغ نسبتاً کم از مجموعه بزرگی از تأمین‌کنندگان مالی از طریق شبکه اینترنت و بدون دخالت یا دخالت اندک واسطه‌های مالی سنتی است. سکوهای تأمین مالی جمعی در شرکت‌های خدمات تأمین مالی جمعی اقدام به ارائه خدمات تأمین مالی می‌کنند. سکوها، واسطه میان سرمایه‌پذیران و سرمایه‌گذاران هستند. مدل‌های متنوعی از انواع روش‌های تأمین مالی جمعی تاکنون ارائه شده است که از جمله می‌توان به روش اهدا، مبتنی بر پاداش، مبتنی بر مشارکت (سهام)، مبتنی بر بدهی (وام) و مبتنی بر حق امتیاز اشاره کرد. هرکدام از روش‌های بیان‌شده، برای هدف و مقصودی خاص مورد استفاده قرار می‌گیرند. در دنیا، آنچه بیش از سایرین مورد توجه و استقبال فعالین صنعت قرار گرفته است، از نظر تعداد پروژه و کمپین روش مبتنی بر پاداش و از نظر حجم مالی بازار، روش مبتنی بر وام است. روش مبتنی بر وام، بدین جهت که سرمایه‌پذیران منابع سرمایه‌گذاران را در قالب یک ابزار بدهی دریافت می‌کنند و ضمن پرداخت بهره ثابت، اصل سرمایه را



در سررسید بازمی‌گردانند، دارای حجم بازار بالاتری نسبت به سایر روش‌ها می‌باشد. در ایران، مطابق دستورالعمل موجود، روش مبتنی بر مشارکت طراحی شده و در حال انجام است که در بخش وضعیت موجود به این موضوع خواهیم پرداخت. اندازه بازار تأمین مالی جمعی در سال ۲۰۲۳ به ۱۹,۸۶ میلیارد دلار در جهان رسیده است. به نظر می‌رسد که این بازار از اندازه ۲۲,۱۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۲۴، به اندازه بازار ۷۲,۸۸ میلیارد دلار تا پایان سال ۲۰۳۲ رشد داشته باشد. در ایران نیز اندازه این بازار از ۳۷ هزار میلیارد ریال طی سال ۱۴۰۲، به میزان ۱۳۰ هزار میلیارد ریال طی سال ۱۴۰۳ رسیده است. به بیان دیگری، حجم بازار تأمین مالی جمعی همواره طی این سال‌ها رشد و افزایش به همراه داشته است. بنابراین، رشد و توسعه این بازار که از الزامات اساسی تحقق شعار سال و افزایش سرمایه‌گذاری در مسیر تولید است، مسیری پرچالش می‌باشد. در این گزارش، اهم چالش‌های موجود صنعت در سه بخش چالش‌های مرتبط با تنظیم‌گری و نظارت بر تأمین مالی جمعی، چالش‌های مرتبط با فرایندهای اجرایی تأمین مالی جمعی و چالش‌های موجود در مسیر توسعه تأمین مالی جمعی احصا و تبیین شده‌اند. سعی شده است مبتنی بر هر چالش، راهکارهایی پیشنهاد گردد و در نهایت، اصلاحیه مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی در قالب مواد پیشنهادی ارائه شود.

۱. تأمین مالی جمعی: راهکار نوین تأمین مالی

تأمین مالی جمعی به عنوان یک ابزار نوین و مشارکت محور تأمین منابع مالی، در بستر فناوری‌های دیجیتال و با بهره‌گیری از ظرفیت مشارکت عمومی، نقش برجسته‌ای در حمایت از نوآوری، توسعه

کارآفرینی و تسهیل فرایند تأمین مالی پروژه‌ها به‌ویژه در حوزه‌های دانش‌بنیان، تولیدی و استارت‌آپی ایفا می‌کند. از منظر سیاست‌گذاری، اهمیت این ابزار در توانمندسازی بخش خصوصی، توزیع بهینه منابع، کاهش وابستگی به منابع محدود بانکی و همچنین مشارکت حداکثری مردمی در فرایندهای سرمایه‌گذاری، کاملاً آشکار است. تأمین مالی جمعی، نه تنها راهکاری مکمل برای رفع مشکل محدودیت دسترسی به منابع مالی در فضای اقتصادی کشور است، بلکه به واسطه ماهیت شفاف، چابک و غیرمتمرکز خود، موجب ارتقای شفافیت، افزایش سواد مالی عمومی، تقویت فرهنگ مشارکت و اعتمادسازی در نظام اقتصادی می‌گردد. صورت‌های متعددی از شیوه تأمین مالی جمعی وجود دارد که هرکدام از مدل‌ها دارای ویژگی‌ها و اقتضائاتی هستند. این ویژگی‌ها باعث می‌شود که هرکدام از مدل‌ها برای پاسخ به نوعی از نیازهای تأمین مالی مناسب باشند. جدول ۱ ویژگی‌ها، مزایا و معایب هر یک از مدل‌های تأمین مالی جمعی را نشان می‌دهد.





جدول ۱. انواع مدل‌های تأمین مالی جمعی

هدف	مدل کسب‌وکار	ویژگی‌ها	مزایا	معایب
پروپسندانه	مبتنی بر اهداء	بشردوستانه: سرمایه‌گذاران بدون انگیزه سرمایه‌گذاری، پول اهدا می‌کنند.	بدون ریسک	• اهداکنندگان سودی کسب نمی‌کنند. • تأمین سرمایه قابل‌توجهی برای مقتضای و کارآفرینان انجام نمی‌شود.
سرمایه‌گذاری	مبتنی بر پاداش	سرمایه‌گذاران یک هدیه نمادین برای قدردانی یا پیش‌خرید یک خدمات یا محصول دریافت می‌کنند. این مدل در حال تبدیل شدن به یک بازار مخصوص به خود است و شرکت‌ها مبالغ قابل‌توجهی را از این طریق تأمین می‌کنند.	ریسک پایین (در درجه اول خطر تحقق و تقلب). پتانسیل واقعی برای بازگشت منابع مالی وجود ندارد.	• بازده بالقوه اندک است. • اکثر کارآفرینان ممکن است در تأمین سرمایه قابل‌توجه بدون محصولی با جذابیت بالا، برای فروش مشکل داشته باشند.
	مبتنی بر سهام	سرمایه‌گذاران ابزارهای سهام یا ترتیبات تقسیم سود را دریافت می‌کنند.	• پتانسیل مشارکت در سودآوری سرمایه‌گذاری. • پتانسیل نامحدود برای سود مالی. • امکان جذب تعداد نسبتاً زیادی از سرمایه‌گذاران.	• ریسک از دست دادن منابع سرمایه‌گذاری شده وجود دارد. • در صورت ورشکستگی و شکست پروژه، بستانکاران پروژه بر دارندگان سهام تقدم دارند.



هدف	مدل کسب و کار	ویژگی‌ها	مزایا	معایب
سرمایه‌گذاری	مبتنی بر وام	سرمایه‌گذاران به واسطه یک ابزار بدهی، نرخ بهره ثابت دریافت می‌کنند و اصل سرمایه را در سررسید و طی یک برنامه زمانی مشخص پس می‌گیرند.	• نرخ بازده از پیش تعیین شده که بین وام‌دهنده (سرمایه‌گذاران) و وام‌گیرنده (سرمایه‌پذیر) توافق شده است. • سرمایه‌گذاران به دلیل ماهیت بدهی بودن ابزار خریداری شده در این روش، در صورت ورشکستگی و شکست پروژه، نسبت به سهامداران پروژه، در اولویت پرداخت هستند.	• ممکن است دارندگان سهام ممتاز یا بستانکاران ممتاز، بر سرمایه‌گذاران این روش دارای تقدم باشند. • نرخ شکست بالای استارت‌آپ‌ها مانند سرمایه‌گذاری دارایی ریسک ضرر است، اما با بازده بالقوه محدود. • شرکت متقاضی تأمین مالی مبتنی بر این روش، نیازمند گردش جریان نقدی قبلی است که شرکت‌های دانش‌بنیان از این منظر دارای ضعف ساختاری هستند. • کسب و کارهای موجود / تأسیس شده با جریان نقدی مثبت ممکن است این گزینه را در نظر بگیرند، زیرا می‌توانند فرصت خروج ساختارمندتری نسبت به پیشنهاد های سهام معمولی ارائه دهند.
سرمایه‌گذاری	مبتنی بر حق امتیاز	این مدل چندان مرسوم نیست. در این مدل به سرمایه‌گذاران درصدی از درآمد حاصل از پروژه یا سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود. سرمایه‌گذاران تنها زمانی حق امتیاز را دریافت خواهند کرد که سرمایه‌گذاری شروع به درآمدزایی کند.	• سود به‌طور بالقوه نامحدود است، اما نرخ سود توسط نرخ بهره از پیش تعیین شده است. • سرمایه‌گذاری بازده کمتری نسبت به سرمایه‌گذاری سهام دارد، اما بازده و ریسک آن بیشتر از یک ابزار بدهی است.	• خطر احتمالی از دست دادن منابع سرمایه‌گذاری شده، مشابه سرمایه‌گذاری مبتنی بر سهام را دارد. • بازده بالقوه کمتری نسبت به بازده سهامداران پروژه را می‌دهد. کسب و کار می‌تواند پرداخت حق امتیاز را متوقف کند اگر تصمیم بگیرد بدون مالکیت معنوی مورد نظر فعالیت کند. این ابزارها عموماً سرمایه‌گذاران کوچک‌تری را نسبت به سایر مدل‌ها جذب می‌کنند، بنابراین کارآفرینان ممکن است تأمین مالی مبتنی بر این مدل را دشوارتر ببینند.

نگاه سیاست‌گذار به این ابزار از یک سو به عنوان ابزاری راهبردی در تحقق شعار سال (سرمایه‌گذاری برای تولید، شعار سال ۱۴۰۴) و از سوی دیگر در راستای کاهش تصدی‌گری دولت و گسترش حکمرانی مشارکتی در اقتصاد قابل تحلیل است. رشد پرشتاب این صنعت در سال‌های اخیر، همراه با استقبال فزاینده بازیگران مختلف از این مدل مالی، حاکی از ظرفیت‌های بالفعل و بالقوه آن در تحقق اهداف کلان اقتصادی نظیر اشتغال‌زایی، رفع موانع تولید و عدالت مالی است. افزون بر این، تجربه جهانی کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه نیز نشان می‌دهد که تأمین مالی جمعی می‌تواند به عنوان بستری امن و قابل اعتماد برای تأمین منابع خرد و کلان در قالب مدل‌های مختلف مبتنی بر اهدا، پاداش، وام و سهام که در جدول ۱ به تشریح بیان گردید، مورد استفاده قرار بگیرد. در مجموع، با توجه به چالش‌های ساختاری نظام تأمین مالی کشور، محدودیت منابع بانکی، پیچیدگی فرایندهای اداری سنتی اخذ تسهیلات بانکی، توسعه و تقویت تأمین مالی جمعی نه تنها ضرورتی اجتناب‌ناپذیر، بلکه ابزاری راهبردی برای تقویت بنیان‌های اقتصاد نوآوری محور و مردمی در ایران محسوب می‌شود.

۲. تأمین مالی جمعی در ایران: گذشته و آینده

در ایران دستورالعمل تأمین مالی جمعی در سال ۱۳۹۷ در ۴۵ ماده و ۸ تبصره، مورد تصویب شورای عالی سازمان بورس رسید. نهاد ناظر و متولی امور اجرایی این ابزار شرکت فرابورس ایران انتخاب شده است. در این دستورالعمل ساختار کلی تأمین مالی جمعی تعریف شده و مدل آن، مدل مبتنی



بر مشارکت بیان شده است. فرایند تأمین مالی جمعی مطابق مواد دستورالعمل دارای سه بازیگر کلیدی است:

- عامل: شخص حقوقی است که طبق الزامات دستورالعمل اقدام به تأمین مالی جمعی می نماید؛
- متقاضی: شخص حقوقی است که به منظور تأمین منابع مالی، طبق الزامات دستورالعمل به عامل مراجعه می کند؛

● تأمین کننده: شخص حقیقی یا حقوقی تأمین کننده منابع مالی مورد نیاز متقاضی است. رویه صدور مجوز فعالیت سکوهای تأمین مالی جمعی و شرایط و الزامات ارائه خدمات تأمین مالی جمعی در دستورالعمل تشریح شده است. ساختاری به عنوان کارگروه ارزیابی تعریف شده و وظایفی برای آن در نظر گرفته است. اعضای کارگروه طبق ماده ۱۴ دستورالعمل تأمین مالی جمعی دارای پنج عضو و یک دبیر به شرح زیر است:

۱. یک نفر به نمایندگی از رئیس سازمان به عنوان رئیس کارگروه؛
۲. دو نفر به نمایندگی از فرابورس؛
۳. دو نفر کارشناس در حوزه فعالیت تأمین مالی جمعی با پیشنهاد فرابورس و تأیید ریاست سازمان؛
۴. یکی از مدیران فرابورس به عنوان دبیر کارگروه و بدون حق رأی.

از جمله اختیارات و وظایف این کارگروه می توان به ارائه مجوز تأمین مالی به سکوها و نهادهای مالی متقاضی، تعیین سقف مبلغ تأمین هر پروژه از طریق تأمین مالی جمعی، تعیین حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح های باز نزد عامل در هر زمان، تعیین حداقل الزامات و گزارش های دوره ای که



لازم است توسط متقاضی ارائه گردد، اعمال محدودیت و یا ممنوعیت در تعریف طرح خاص و یا متقاضی خاص، نظارت بر نحوه جمع‌آوری وجوه، افزودن موارد صلاح‌دیدنی به شرایط پذیرش عامل و متقاضی، رسیدگی به تخلف عامل و اجرای جریمه‌هایی مانند لغو یا تعلیق مجوز و رسیدگی به شکایات مطرح شده در خصوص طرح‌های ارائه شده، اشاره کرد. کارگروه ارزیابی در راستای ارتقای شرایط تأمین مالی جمعی، مصوباتی به شرح جدول ۲ ابلاغ کرده است.

جدول ۲. مصوبات کارگروه ارزیابی

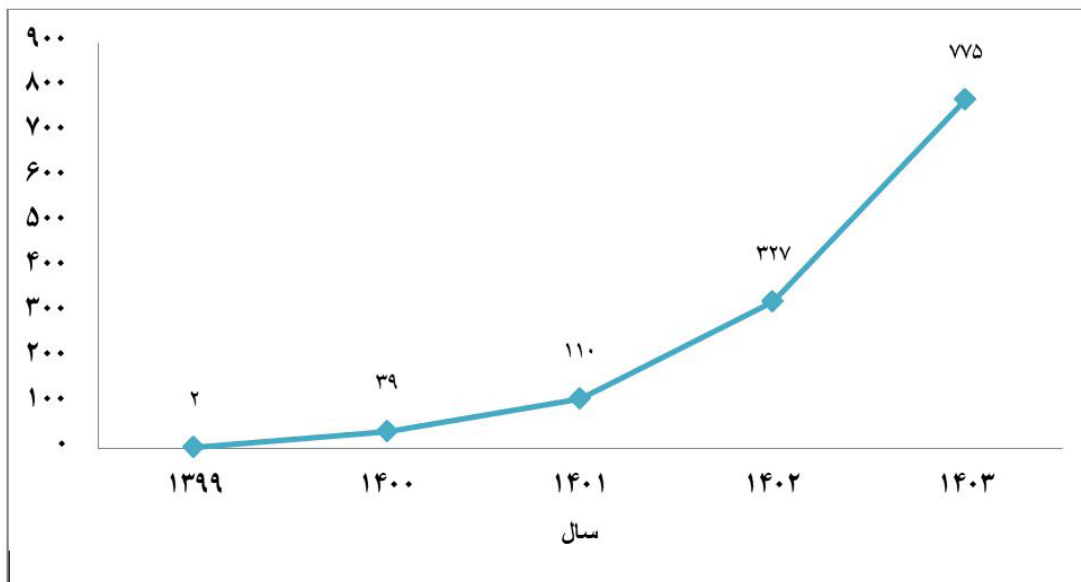
ردیف	عنوان	شرح
۱	انتقال گواهی شراکت	دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت در تأمین مالی جمعی (ایجاد بازار ثانویه).
۲	ابلاغیه شماره ۱	تعیین میزان تأمین مالی هر طرح، بازه زمانی و نحوه ارائه گزارش‌های دوره‌های معاملات ثانویه.
۳	ابلاغیه شماره ۲	تعیین نحوه نگهداری وجوه تأمین‌کنندگان، الزامات بصری و فرایند اجرایی طرح.
۴	ابلاغیه شماره ۳	تعیین حداکثر سقف تأمین مالی طرح‌ها، الزامات دریافت موافقت اصولی و نحوه تمدید مجوز فعالیت عاملین.
۵	ابلاغیه شماره ۴	تعیین ضوابط اجرایی مواد ۳۹ و ۴۴ دستورالعمل تأمین مالی جمعی.
۶	ابلاغیه شماره ۵	تعیین ضوابط اجرایی تأمین مالی جمعی ارزی.
۷	ابلاغیه شماره ۶	مصوباتی در خصوص مبالغ تأمین مالی جمعی، بیانیه پذیرش ریسک و شرایط اطلاع‌رسانی.
۸	ابلاغیه شماره ۷	تغییر برخی شرایط مجوز فعالیت و تعیین شرایط جدید.

اولین طرح تأمین مالی جمعی ایران در دی ماه ۱۳۹۹، از طریق سکوی دونگی انجام پذیرفت. به لحاظ آماری، تا پایان سال ۱۴۰۳، تعداد ۱۹ سکو موفق به اخذ مجوز از شرکت فرابورس شدند تا تعداد سکوه‌ای تأمین مالی جمعی ایران به ۴۰ سکو برسد. حجم منابع تأمین مالی شده از طریق سکوها طی همین سال، حدود ۱۳۰ هزار میلیارد ریال، مشتمل بر ۷۷۵ طرح، با میانگین سودآوری سالانه ۴۲٫۱٪ بر روی طرح‌ها می‌باشد. تا پایان سال ۱۴۰۳، تعداد ۱،۲۵۳ طرح مورد تأیید قرار گرفته و برای جمع‌آوری منابع بر روی سکوها رفته‌اند. جدول ۳ و شکل ۱، تعداد طرح‌های تأمین مالی جمعی را به تفکیک سال ارائه می‌کنند.

جدول ۳. تعداد طرح‌های تأمین مالی جمعی به تفکیک سال

ردیف	سال	تعداد طرح
۱	۱۳۹۹	۲
۲	۱۴۰۰	۳۹
۳	۱۴۰۱	۱۱۰
۴	۱۴۰۲	۳۲۷
۵	۱۴۰۳	۷۷۵





شکل ۱. تعداد طرح‌های تأمین مالی جمعی به تفکیک سال

موضوع قابل توجه در خصوص صنعت تأمین مالی جمعی، رشد پرشتاب آن است. مطابق شکلی که گذشت، تعداد طرح‌های موفق طی سال‌های اخیر با رشد نمایی مواجه بوده و اقبال مطلوبی به این ابزار صورت گرفته است. از جمله دلایل رشد این بازار می‌توان به این موارد اشاره کرد. ایجاد چارچوب قانونی با تصویب دستورالعمل سال ۱۳۹۷ توسط شورای عالی بورس که مشروعیت قانونی به این ابزار داد. استقبال گسترده فعالان اقتصادی از مدل‌های غیرسنتی تأمین مالی، به ویژه در غیاب دسترسی آسان به تسهیلات بانکی. نقش آفرینی سکوها و تخصیصی در اجرای موفق طرح‌های سالیان اخیر.





میانگین سودآوری جذاب برای سرمایه‌گذاران در برخی پروژه‌ها که انگیزه سرمایه‌گذاری را تقویت کرده است. نقش مثبت رکن ضامن در قالب ورود صندوق‌های ضمانت از جمله صندوق‌های پژوهش و فناوری و انتشار گواهی‌های مشارکت که سطح اعتماد را در میان سرمایه‌گذاران ارتقا داده است. این عوامل به همراه تقاضای بالا از سوی کسب‌وکارهای کوچک و دانش‌بنیان، موجب رشد چند برابری حجم بازار تأمین مالی جمعی در ایران طی چند سال گذشته شده است. به همین جهت، صنعت تأمین مالی جمعی را به عنوان صنعتی پیشران در حوزه توسعه اقتصادی و تسهیلگری در مسیر سرمایه‌گذاری برای تولید می‌دانیم. مرور دستورالعمل و ابلاغیه‌های موجود در موضوع نیز، حاکی از حضور پویا، مؤثر و هدفمند نهاد ناظر و قانون‌گذار در مسیر توسعه این صنعت است.

۳. بررسی چالش‌های توسعه تأمین مالی جمعی در ایران

در این گزارش با هدف احصای چالش‌های موجود در مسیر توسعه صنعت تأمین مالی جمعی در ایران، مبتنی بر مطالعات میدانی و انجام مصاحبه با خبرگان اجرایی و علمی مرتبط با موضوع پژوهش، چالش‌هایی مهم و با پیچیدگی متفاوت در سه بخش تنظیم‌گری، اجرا و توسعه بازار احصا شده و در ادامه به تفکیک تبیین می‌گردند.

۳-۱. ملاحظات تنظیم‌گری و نظارت بر تأمین مالی جمعی

مطابق بند قانونی، صرفاً نهاد مالی می‌تواند در ارتباط مستقیم با فرابورس قرار بگیرد و از طرفی سکوهای تأمین مالی جمعی، خود نهاد مالی نیستند و به همین خاطر، برای ایجاد ارتباط و نظارت فرابورس،



ذیل نهاد مالی دیگری می‌روند، سبب چالش تعامل غیراستاندارد و بدون ضابطه میان سکو و نهاد مالی شده است. از جمله ویژگی‌های مهم تأمین مالی جمعی، چابکی و انعطاف‌پذیری آن است که برخی فرایندها نظیر چگونگی نظارت بر شرکت‌ها و تهیه و ارسال گزارش‌های ارزیابی دوره دارای برخی پیچیدگی‌هایی است که سبب ایجاد چالش با عنوان وجود برخی بروکراسی‌های پیچیده می‌شود. تصمیم‌گیری‌های اساسی و تغییرات جدی در رویه‌های تأمین مالی جمعی بر عهده شورای عالی بورس است که به دلیل حجم امورات و از طرفی تعداد بسیار کم برگزاری جلسات این شورا در سال، باعث ایجاد چالش با عنوان عدم اخذ به موقع تصمیمات کلیدی حوزه تأمین مالی جمعی به سبب عدم اختیار کافی کارگروه ارزیابی می‌شود. عدم کشف نرخ‌های واقعی طرح‌های سرمایه‌گذاری به دلایل سیاستی توسط نهاد ناظر و قانون‌گذار، سبب ناکارآمدی و تضعیف صحنه عرضه و تقاضا بر روی نرخ بازدهی طرح‌ها می‌گردد. بروز ناهماهنگی‌های نهادی و تداخل در تنظیم‌گری حوزه تأمین مالی جمعی، باعث ایجاد اثراتی بر بازار همچون افزایش هزینه تأمین مالی جمعی شده است. شاهد مثال این چالش، ابلاغیه بانک مرکزی به بانک‌ها مبنی بر عدم ارائه ضمانت‌نامه بانکی به سکوها است؛ درحالی‌که نهاد ناظر و قانون‌گذار این حوزه، براساس قانون شورای عالی بورس و شرکت فرابورس ایران می‌باشد.

۲-۳. فرایندهای اجرایی تأمین مالی جمعی

سکوهای تأمین مالی جمعی، مطابق با قانون مجاز به تخصیص کیف پول به سرمایه‌گذاران و ارائه خدمات مالی به آن‌ها در قالب چنین بستری نیستند، از طرفی الزام به عدم نگهداری سود سرمایه‌گذاران نزد سکو



باعث چالش با عنوان مشکلات عدیده در تعاملات امر پرداخت مالی میان سکو و سرمایه‌گذار شده است. نظارت بر سرمایه‌پذیران و حسن عملیات با منابع تأمین مالی شده، بر عهده سکوها تأمین مالی جمعی گذاشته شده است، درحالی‌که برای این نظارت، ضمانت اجرای قانونی در نظر گرفته نشده و چالش نظارت سکو بر سرمایه‌پذیران را که گاهی با عدم همکاری سرمایه‌پذیر همراه است را ایجاد کرده است. از دلایل بالا بودن هزینه تأمین مالی در سکوها تأمین مالی جمعی، بالا بودن هزینه ضمانت‌های مربوط به طرح‌های سرمایه‌گذاری است که به عنوان چالشی مهم مطرح است و بایستی برای کاهش هزینه آن و به تبع کاهش هزینه تأمین مالی از طریق سکوها، به دنبال ارائه راهکار باشیم. هم‌اکنون سقف پرداخت پول در انواع درگاه بانکی در کشور که ذیل قوانین کنترلی بانک مرکزی عمل می‌کند، به میزان ۲ میلیارد ریال می‌باشد که این موضوع، سرمایه‌گذاران در سکوها تأمین مالی جمعی را با چالش محدودیت در تزریق سرمایه به طرح‌های سرمایه‌گذاری سکوها، در زمان مناسب روبرو کرده و مطلوب است این چالش با همکاری بانک مرکزی مرتفع گردد و ضمن برداشت سقف پرداخت در درگاه برای سکوها، مطالبه ارائه اسناد مالی برای پرداخت‌های بیشتر از ۲ میلیارد ریال را نکند. البته جوانب این پیشنهاد باید به‌طوری در نظر گرفته شود تا خلاف قانون پول‌شویی نباشد. مطابق قوانین موجود، هر شخص حقیقی مجاز است به میزان حداکثر ۵٪ از کل مبلغ یک طرح را سرمایه‌گذاری کند، گرچه مشابه همین محدودیت در بازار سرمایه و برای خرید سهام شرکت‌ها وجود دارد؛ اما؛ از آنجایی‌که در طرح‌های تأمین مالی جمعی، غالباً مشارکت اتفاق نمی‌افتد و افراد سهامدار شرکت‌ها نمی‌شوند، این محدودیت در طرح‌های تأمین مالی می‌تواند برداشته شود یا سقف آن متناسب با نیاز سرمایه‌گذاران به‌روز گردد، خصوصاً ناظر به سرمایه‌گذاری توسط



افراد خارجی، به جهت جذب منابع مالی خارجی بیشتر، این سقف حتماً باید تغییر یابد. برخلاف بند قانونی مواد ۱۸ و ۲۰ دستورالعمل که فرایند تأمین مالی جمعی را بر اساس پلتفرم تمام الکترونیک، الزامی می‌داند اما فرایند زمان بر تأمین مالی طرح‌های شرکت‌ها ناشی از استمرار فرایندهای کاغذی، این موضوع را به چالشی جدی و مهم تبدیل کرده تا از تمایل شرکت‌های متقاضی برای تأمین مالی از طریق سکوها بکاهد. ساختار نامناسب برخی شرکت‌های سرمایه‌پذیر خصوصاً دانش‌بنیان‌ها از منظر دانش مالی مناسب به جهت محاسبه هزینه تمام شده تأمین مالی جمعی که منجر به نکول بعضی طرح‌ها شده است و همین موضوع را به چالشی مبدل کرده که دلیل اصلی آن عدم اطلاع و آگاهی متقاضیان تأمین مالی جمعی می‌باشد و برای این کار به وعده‌هایی همچون تضمین اصل و فرع سرمایه روی می‌آورند. در تعداد قابل توجهی از طرح‌های تأمین مالی جمعی، صندوق‌های پژوهش و فناوری به عنوان رکن ضامن طرح، ایفای نقش می‌کنند که به دلیل محدودیت این صندوق‌ها در منابع مالی، امکان عدم پرداخت مبلغ ضمانت‌نامه در زمان نکول طرح توسط سرمایه‌پذیر وجود دارد و همین امر، ریسک دیگری بر طرح‌های تأمین مالی جمعی وارد کرده است و سبب کاهش اعتماد عمومی به تأمین مالی از طریق سکوها می‌گردد و بایستی برای حل این چالش چاره‌ای اندیشیده شود.

۳-۳. مسیر توسعه تأمین مالی جمعی

پیش از این بیان شد که تأمین مالی جمعی دارای انواع مدل‌های در قالب اهدا، مبتنی بر پاداش، سهام و وام است که هم‌اکنون آنچه در سکوهایی تأمین مالی جمعی انجام می‌شود، در قالب مبتنی بر وام



توسعه یافته است و همین موضوع باعث شده است تا در دیگر انواع مدل های تأمین مالی جمعی در ایران، توسعه و پیشرفتی حاصل نشود، خلاف آنکه مبتنی بر نیاز انواع شرکت های متقاضی تأمین مالی، به انواع این مدل ها نیاز است و توسعه هر مدل نیز نیازمند ساختار و رویه های قانونی شفاف و دقیق می باشد. فرایند تأمین مالی شرکت های سرمایه پذیر از طریق سکوها و به واسطه یک نهاد مالی تحت نظارت فرابورس، عملاً فرایند توکن سازی در قالب غیر الکترونیک است. توکن سازی دیجیتال به معنای تبدیل دارایی ها به توکن های دیجیتال به عنوان چالشی مهم مطرح می شود که حل این چالش سبب ایجاد امکان سرمایه گذاری در انواع طرح های تأمین مالی جمعی توسط سرمایه گذاران با مبالغ کمتر یا بیشتر می گردد. عدم وجود بازار ثانویه برای معامله گواهی های مشارکت در طرح های سرمایه گذاری سکوها تأمین مالی جمعی برای اشخاص حقیقی و از طرفی عدم امکان ورود و خرید طرح ها توسط اشخاص حقیقی و خصوصاً صندوق های سرمایه گذاری (درآمد ثابت) سبب ایجاد چالش نقدشوندگی پائین گواهی های مشارکت طرح های تأمین مالی جمعی شده است که می بایست برای حل این چالش مطابق مواد قانونی دستورالعمل اجرایی نحوه انتقال گواهی شراکت در تأمین مالی جمعی کوشید. از جمله محدودیت های توسعه تأمین مالی جمعی می توان به سقف تأمین مالی هر پروژه اشاره کرد که در واقع وضع سقف تأمین مالی هر پروژه در ابتدای ایجاد این بازار منطقی و مطلوب به نظر می رسد؛ اما ادامه آن امروز، به عنوان مانعی بر سر راه توسعه این ابزار در نظر گرفته می شود. به جهت ارزیابی شرکت ها و هیئت مدیره مربوطه، سامانه واحد و معتبری برای استعلام و اعلام به سرمایه گذاران وجود ندارد و این خلأ به عنوان چالشی مهم که سبب کاهش اعتبار طرح ها نزد سرمایه گذاران می شود،



محسوب می‌گردد. نرخ بالای سود در بازار تأمین مالی، از دیگر چالش‌های مهم در مسیر توسعه این ابزار است که هم‌اکنون این نرخ به‌طور میانگین به ۴۵٪ می‌رسد و نشان از اختلاف قابل توجه با سایر ابزارهای مالی دارد و سبب انحرافات در مسیر سرمایه‌گذاری و افزایش وزن سرمایه‌پذیران در حوزه خدماتی و بازرگانی به نسبت شرکت‌های تولیدی می‌گردد. فقدان ابزارهای پوشش ریسک متنوع و پیشرفته باعث می‌شود تأمین مالی جمعی نتواند به شکل پایدار و گسترده توسعه یابد و همچنان با ریسک‌های بالا مواجه باشد که از آن جمله می‌توان به محدودیت ارائه تضمین معتبر به سکوهای تأمین مالی جمعی اشاره کرد که معمولاً به صورت چک و سفته است. شرکت‌های دانش‌بنیان معمولاً با ریسک‌های بالا، بازدهی نامطمئن دوره‌های بازگشت سرمایه مواجه هستند و همین موضوع سبب شده است تا تأمین مالی جمعی تناسب و کارایی کمتری با توجه به شرایط شرکت‌های حوزه دانش‌بنیان داشته باشد و به عنوان چالش مهم دیگری از آن یاد شود. سرمایه‌گذاری در بازار تأمین مالی جمعی به عنوان ابزاری پرریسک نیازمند دانش و آگاهی دقیق از ابعاد متنوع این نوع سرمایه‌گذاری است که عدم آگاهی عموم جامعه از ابعاد این ابزار، سبب ایجاد چالش‌های دیگری می‌شود که می‌تواند منجر به کاهش سطح اعتماد عمومی به بازار تأمین مالی جمعی گردد. مطابق دستورالعمل و ابلاغیه‌های موجود امکان تأمین مالی جمعی ارزی وجود دارد؛ اما تاکنون اجرایی نشده است و چالش اصلی این حوزه اولاً عدم تخصیص کد شناسنامه اتباع خارجی (کد فیدا) به سرمایه‌گذاران و ثانیاً محدودیت در صدور ضمانت‌نامه ارزی می‌باشد.



۴. راهکارهای پیشنهادی توسعه تأمین مالی جمعی در ایران

در بخش قبل، چالش‌های تأمین مالی جمعی در سه حوزه تنظیم‌گری و نظارت، فرایندهای اجرایی و مسیر توسعه بازار تأمین مالی جمعی مورد تبیین قرار گرفت؛ بنابراین، چالش‌های بیان شده مبتنی بر محل تأثیر طبقه‌بندی شدند. برای ارائه پیشنهادها، اصلاحی، می‌توان سطح تصمیم‌گیری در خصوص موضوعات را مبنای دسته‌بندی قرار داد. بخشی از پیشنهادها در سطح کارگروه ارزیابی قابل انجام است، بخشی در سطح سازمان و شورای عالی بورس و بخشی دیگر قابل انجام در سطح کلان و نیازمند همکاری‌های بین‌بخشی دارد. همچنین، دسته چهارم راهکارهای پیشنهاد در قالب موارد اصلاحی در مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی ارائه می‌گردد. در ادامه به بیان راهکارهای پیشنهادی به تفکیک چهار سطح بیان شده می‌پردازیم.

۴-۱. دسته اول: قابل انجام توسط کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی

کارگروه به سمت ارزیابی شرکت‌ها بر اساس مستندات موجود حرکت کند و سازوکارهایی برای الزام شرکت‌ها به مشارکت در انجام فرایند ارزیابی طرح‌ها تعریف کند. در مورد ضمانت‌نامه کارگروه طی ابلاغیه سطح ضمانت‌های دریافتی سکوها را مشخص کرده است که سقف دریافت ضمانت از صندوق‌ها را محدود کرده است. در این زمینه کارگروه می‌تواند از طریق رتبه‌بندی صندوق‌ها در تعامل با نهادهای تنظیم‌گر مربوطه تسهیل‌گری سازنده را در این زمینه فراهم کند. کارگروه بایستی در جهت توکن‌سازی کردن دارایی‌ها در بازار تأمین مالی جمعی سازوکار مناسب را طراحی کند. در جهت



افزایش نقدشوندگی گواهی مشارکت طرح‌های سرمایه‌گذاری در سکوهای تأمین مالی جمعی، کارگروه در جهت ایجاد و راه‌اندازی بازار ثانویه گواهی مشارکت بایستی تدابیر لازم اجرایی را فراهم نماید. پیشنهاد می‌شود سقف میزان طرح‌های تأمین مالی جمعی از طریق سکوها با سازوکارهای شاخص محور مشخص گردد. در جهت ترویج رقابت بین سکوها، کارگروه، سکوهای تأمین مالی جمعی را رتبه‌بندی کند و مبتنی بر شاخص‌هایی، به سکوهای با رتبه بالاتر اختیاراتی اعطا کند. باهدف حل چالش محدودیت در انواع وثایق و ضمانت‌نامه‌ها، کارگروه، مجوز اخذ انواع وثایق و ضمانت‌نامه‌های ممکن را فراهم کند. کارگروه شرایط را جهت تسهیل ارائه حالات متنوع در مدت سرمایه‌گذاری و نرخ سود در پروژه‌های تأمین مالی جمعی فراهم نماید. مطلوب است کارگروه شرایطی جهت ایجاد کیف پول الکترونیکی را باهدف تسهیل در مبادلات پولی بین سکو و مشتریان فراهم کند. کارگروه بایستی جهت الکترونیکی کردن کل فرایند تأمین مالی جمعی بین تمام ارکان این ابزار و همچنین ایجاد و رسمیت دادن به امضا و سفته الکترونیکی مصوبات لازم و زیرساخت‌های قانونی را فراهم کند. کارگروه ناظر به ایجاد بیمه بر روی گواهی‌های مشارکت تأمین مالی جمعی مطالعات لازم را انجام داده و مقدمات پوشش ریسک این ابزار از طریق خرید بیمه را فراهم کند.

۲-۴. دسته دوم: قابل انجام توسط سازمان یا شورای عالی بورس

پیشنهاد می‌گردد شورای عالی بورس در جهت ارتقای سطح کیفی ابلاغیه‌های کارگروه، از ظرفیت‌های صنفی در حکمرانی تأمین مالی جمعی بهره بگیرد. شورا به جهت افزایش میزان سرمایه‌گذاری



اشخاص حقیقی در طرح‌های تأمین مالی جمعی، سقف ۵٪ در هر طرح‌ها به سقف بالاتری افزایش دهد. سازمان مصوبات مربوط به راه‌اندازی بازار ثانویه گواهی مشارکت در طرح‌های تأمین مالی در هسته معاملات فرابورس را تهیه نماید. پیشنهاد می‌گردد سازمان امکان استفاده از ظرفیت انتشار اوراق کوچک^۱ در بازار سرمایه با هدف توسعه تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی را فراهم سازد. با هدف پوشش نقدینگی رکن ضامن طرح سرمایه‌گذاری در سکو در زمان نکول طرح، به پیشنهاد سازمان بورس ایجاد انواع بیمه‌ها و به تبع بیمه‌های اتکایی متناسب با آن‌ها توسعه یابد. باهدف توسعه سرمایه‌گذاران در طرح‌های تأمین مالی جمعی، مجوز قانونی ورود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصاً درآمد ثابت^۲ به سرمایه‌گذاری در ابزار تأمین مالی جمعی با ضمانت مناسب توسط سازمان بورس صادر گردد و در مصوبه نصاب‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، درصدی به سرمایه‌گذاری در طرح‌های سکوه‌های تأمین مالی جمعی تخصیص یابد.

۳-۴. دسته سوم: قابل انجام در سطح کلان و نیازمند همکاری‌های بین‌بخشی

پیشنهاد می‌گردد تسهیلات بانکی در راستای توسعه بخشی و تخصیص سکوه‌های تأمین مالی جمعی ارائه گردد. مشابه کیف پول‌های موجود در پرتفوی شخصی نهاد کارگزاری، پیشنهاد می‌گردد با اعطای مجوز از

۱. Mini bonds: اوراق قرضه کوچک نوعی ابزار بدهی هستند که شرکت‌ها، به ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط، آن را برای جذب سرمایه از عموم مردم یا سرمایه‌گذاران خاص منتشر می‌کنند. این اوراق به دلیل تناسب با پروژه‌های کوچک و متوسط، قابلیت انتشار در سکوه‌های تأمین مالی جمعی و فرصتی برای توسعه بازار ثانویه گواهی مشارکت تأمین مالی جمعی، از ابزارهای کلیدی برای توسعه تأمین مالی جمعی می‌باشد.

2. ETF

سمت بانک مرکزی، کیف پول برای مشتریان سکوه‌های تأمین مالی جمعی نیز مجاز گردد. البته در این موارد ملاحظات مربوط به رسوب منابع در این کیف پول‌ها در حساب سکورا در نظر گرفت. سقف پرداخت درگاه‌های بانکی پذیرنده منابع مالی سرمایه‌گذاران در سکوها، با اعطای مجوز بانک مرکزی افزایش یابد. مطابق همکاری‌های بین بخشی، مدل‌های مجاز تأمین مالی جمعی در ابعاد مختلف توسعه یابد. سکوه‌های تأمین مالی جمعی، در انواع فرایندهای خود از رمزارزها و فناوری بلاک چین استفاده متمرکز کنند. باهدف امکان جذب منابع خارجی در طرح‌های تأمین مالی جمعی، با همکاری سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران و با همراهی سامانه پژوهاک به عنوان متولی این امر، کد شناسنامه اتباع خارجی (کد فیدا) تخصیص یابد. تسهیل شرایط توسط بانک مرکزی و ارائه تمایل انواع بانک‌های صادرکننده، جهت صدور ضمانت‌نامه ارزی باهدف مهیاسازی مقدمات جهت تأمین مالی جمعی ارزی. تلاش نهادهای آموزشی مالی جهت افزایش سطح سواد مالی عموم جامعه جهت ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری در طرح‌های تأمین مالی جمعی. تغییر رویکرد نهادهای نظارتی و قانون‌گذار، جهت تسهیل شرایط استفاده شرکت‌های دانش‌بنیان از تأمین مالی از طریق سکوه‌های تأمین مالی جمعی.

۴-۴. دسته چهارم: موارد اصلاحی در مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی

مطابق آنچه گذشت، راهکارهای بیان‌شده را می‌توان از طریق تغییر و ویرایش ابلاغیه‌های مصوب کارگروه ارزیابی، اصلاح دستورالعمل تأمین مالی جمعی توسط شورای عالی بورس و تعامل بین بخشی دستگاه‌ها اجرایی نمود. در این قسمت به ارائه اصلاحات پیشنهادی دستورالعمل تأمین مالی جمعی





می‌پردازیم. طبعاً ابلاغیه‌های کارگروه ارزیابی، از اصلاح دستورالعمل تأثیر می‌پذیرد. همچنین اصلاحیه دستورالعمل می‌تواند در چگونگی تعامل بین بخشی دستگاه‌ها نیز اثرگذار باشد. به همین منظور، سعی شده است تمام راهکارهای پیشنهادی گزارش حاضر، از طریق اصلاح یا گنجاندن مواد دستورالعمل صورت پذیرد. اصلاحیه دستورالعمل تأمین مالی جمعی به شرح موارد زیر است:

- اصلاحیه ماده ۹: حداکثر میزان تأمین از طریق تأمین مالی جمعی هر طرح، وابسته به شاخص‌های مختلف از جمله صورت‌های مالی عامل و متقاضی و سوابق آن‌ها است. کارگروه ارزیابی موظف است، حداکثر یک ماه پس از تصویب این اصلاحیه سازوکار تعیین حداکثر میزان تأمین از طریق تأمین مالی جمعی را به تصویب برساند. انتخاب شاخص‌ها و روش تعیین این مقدار بر عهده کارگروه است.
- اصلاحیه ماده ۱۰: حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح‌های باز نزد عامل در هر زمان، وابسته به شاخص‌های مختلف از جمله صورت‌های مالی عامل و سوابق آن‌ها است. کارگروه ارزیابی موظف است، حداکثر یک ماه پس از تصویب این اصلاحیه سازوکار تعیین حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح‌های باز نزد عامل در هر زمان را به تصویب برساند. انتخاب شاخص‌ها و روش تعیین این مقدار بر عهده کارگروه است.
- اصلاحیه ماده ۱۴: کارگروه ارزیابی دارای پنج عضو و یک دبیر به شرح زیر است:
- یک نفر به نمایندگی از ریاست سازمان به عنوان رئیس کارگروه؛
- دو نفر به نمایندگی از فراپورس؛



- یک کارشناس در حوزه تأمین مالی جمعی به پیشنهاد فرابورس و تأیید ریاست سازمان؛
- یک نفر به عنوان نماینده سکوه‌های تأمین مالی جمعی که با اکثریت مطلق آراء، توسط نمایندگان سکوه‌های تأمین مالی جمعی انتخاب شود؛
- یکی از مدیران فرابورس به عنوان دبیر کارگروه و بدون حق رأی.
- ماده ۲۲ مکرر: کارگروه در تصویب حداقل الزامات و گزارش‌های دوره‌ای موظف است شرح وظایف و حدود اختیارات عامل و همچنین اقدامات انضباطی برای متقاضی را در صورت عدم همکاری با عامل در تدوین گزارش‌های دوره‌ای مشخص نماید.
- ماده ۲۸ مکرر: عامل می‌تواند وجوه تأمین‌کنندگان را به صورت امانت در حساب یا حساب‌های جداگانه‌ای نزد یکی از بانک‌های دارای مجوز از بانک مرکزی و مطابق مقررات نگهداری نماید. هرگونه دخل و تصرف از سوی عامل در وجوه مزبور، برخلاف مقررات و توافقات به عمل آمده با تأمین‌کنندگان و به نفع خود یا دیگران ممنوع است. حساب‌ها و وجوه موجود در آن نمی‌تواند محل تضمین تعهدات عامل در برابر اشخاص ثالث قرار بگیرد. جزئیات اجرایی این ماده توسط کارگروه ارزیابی به تصویب می‌رسد.
- ماده ۴۶ (جدید): کارگروه موظف است تا ۶ ماه پس از تصویب اصلاحیه تأمین مالی جمعی، سازوکار استفاده از فناوری زنجیره بلوک، پول دیجیتال و رمزارزها در تأمین مالی جمعی را تدوین نموده و به تصویب شورای عالی بورس برساند.

۱. ماده مکرر، زمانی اضافه می‌شود که ماده‌ای جدید به قانون اضافه شود؛ اما جایگزین ماده قبلی نباشد. به این معنی است که دو ماده با شماره یکسان وجود دارد، اما ماده مکرر بعد از شماره اصلی ماده قرار می‌گیرد که اصلاح یا الحاقی بر ماده اصلی می‌باشد.



- ماده ۴۷ (جدید): کارگروه موظف است در خصوص افزایش سقف تراکنش‌های بانکی تأمین‌کنندگان در پرداخت‌های مرتبط با تأمین مالی جمعی به ریزنی با بانک مرکزی پرداخته و اقدامات لازم در این زمینه را انجام دهد.
- ماده ۴۸ (جدید): کارگروه می‌تواند سکوهای تأمین مالی جمعی را رتبه‌بندی کرده و ابلاغیه‌ها و مصوبات خود را بر اساس رتبه‌بندی سکوها تنظیم نماید.
- ماده ۴۹ (جدید): کارگروه موظف است ضوابط راه‌اندازی سامانه معاملات گواهی شراکت در درون سکوها را حداکثر تا سه ماه پس از تصویب اصلاحیه دستورالعمل تأمین مالی جمعی تصویب نماید.
- ماده ۵۰ (جدید): کارگروه موظف است دستورالعمل تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی از طریق انتشار اوراق (اوراق خرد یا کوچک) را تا ۶ ماه پس از تصویب اصلاحیه دستورالعمل تأمین مالی جمعی تدوین نموده و به شورای عالی بورس ارائه نماید.
- ماده ۵۱ (جدید): کارگروه موظف است به جهت رفع موانع حوزه تأمین مالی جمعی ارزی، عدم تخصیص کد فیدا به اتباع خارجی و عدم صدور ضمانت‌نامه ارزی، از مراجع ذی‌ربط تا حصول نتیجه مثبت پیگیری به عمل آورد.

۵. درس‌های سیاستی

بررسی وضعیت موجود، چالش‌ها و اقدامات مورد نیاز در حوزه تأمین مالی جمعی در ایران، مجموعه‌ای از درس‌های سیاستی قابل توجه را برای نهاد ناظر، قانون‌گذاران و تصمیم‌گیران اقتصادی نمایان می‌سازد.



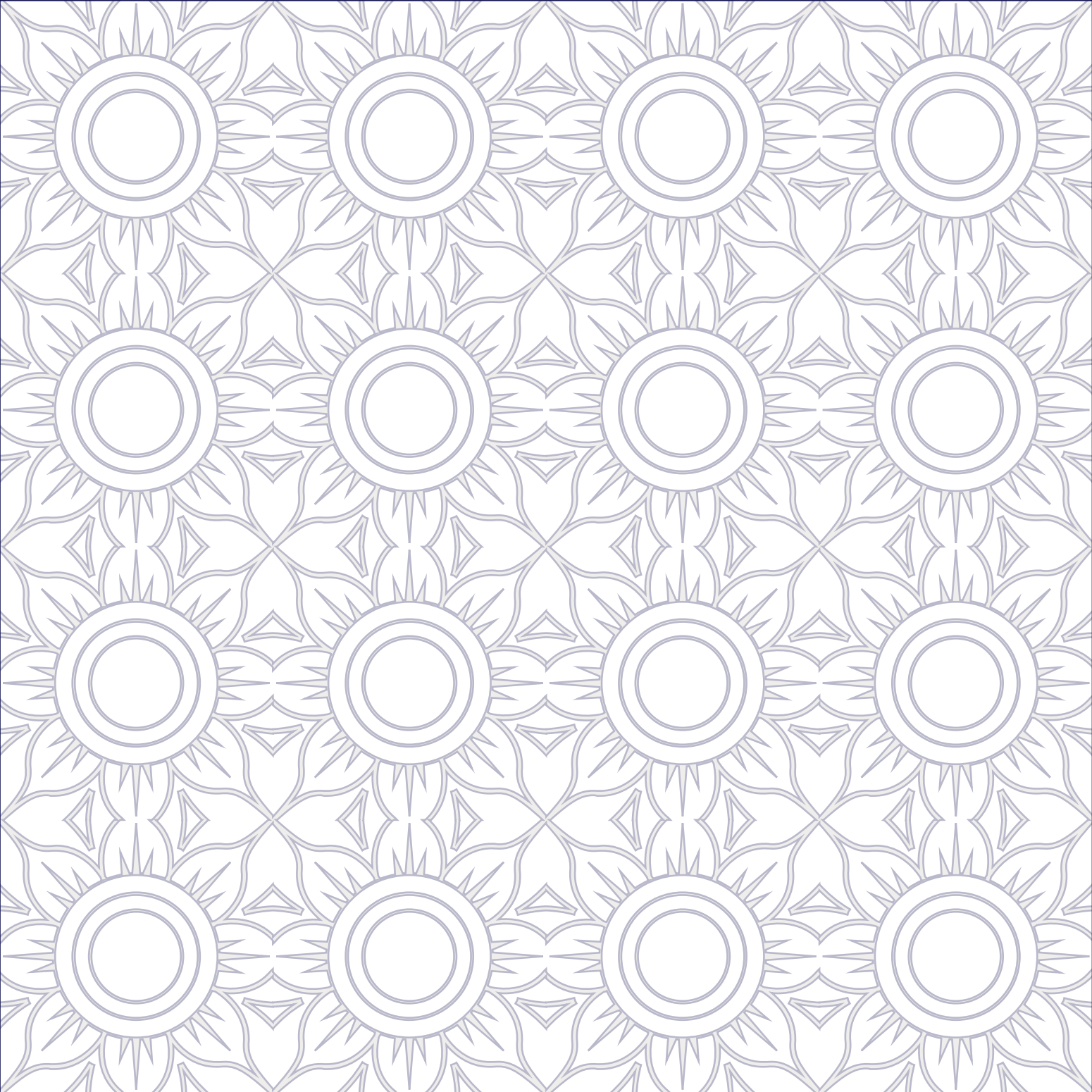
نخست آنکه، تنظیم‌گری مؤثر در حوزه نوآورانه‌ای همچون تأمین مالی جمعی، مستلزم رویکردی چابک، مشارکتی و مبتنی بر تعامل مستمر با فعالان این حوزه است. نتایج حاکی از نشست با خبرگان این حوزه نشان می‌دهد که تمرکز صرف بر کنترل‌های سخت‌گیرانه و سازوکارهای سنتی، نه تنها مانع توسعه این ابزار مالی نوین شده، بلکه به بروز ناکارآمدی‌هایی نظیر افزایش هزینه تأمین مالی و کاهش اعتماد عمومی نیز انجامیده است.

دوم، سیاست‌گذار باید به اهمیت ایجاد زیرساخت‌های فناورانه همچون سامانه‌های ارزیابی، کیف پول دیجیتال، بازار ثانویه و ابزارهای پوشش ریسک توجه جدی داشته باشد؛ چراکه کارآمدی، شفافیت و مقبولیت عمومی ابزارهای مالی نوین، مستقیماً به کیفیت زیرساخت‌ها گره خورده است. سوم، اتخاذ نگاه تک‌بعدی در تعیین سقف‌ها، نرخ‌ها و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بدون در نظر گرفتن واقعیت‌های بازار، منجر به گریز فعالان به سمت ابزارهای غیررسمی یا بازارهای موازی خواهد شد. در مقابل، سیاست‌گذاری مبتنی بر شاخص‌های عملکرد، رتبه‌بندی سکوها و ایجاد انگیزه برای بهبود کیفیت خدمات، راهبردی پایدار و اثربخش خواهد بود. نهایتاً، یکی از مهم‌ترین درس‌ها، ضرورت هماهنگی بین نهادی و تقویت حکمرانی یکپارچه در حوزه تأمین مالی جمعی است؛ به‌گونه‌ای که وزارت اقتصاد، سازمان بورس، بانک مرکزی و دیگر نهادهای مرتبط، با هدف‌گذاری مشترک و تقسیم وظایف شفاف، در جهت توسعه پایدار این بازار مالی نوظهور گام بردارند. این هماهنگی، پیش‌نیاز اصلی موفقیت سیاست‌های کلان در جهت مردمی‌سازی اقتصاد و تحقق اهداف توسعه‌ای کشور خواهد بود.



۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تأمین مالی جمعی به عنوان یکی از ابزارهای نوین و مشارکت محور در نظام مالی کشور، در سال‌های اخیر توانسته است جایگاه قابل قبولی در تأمین منابع مالی طرح‌های نوآورانه، تولیدی و دانش بنیان پیدا کند. رشد فزاینده تعداد طرح‌ها و سکوهای فعال، گویای اقبال بازار به این مدل نوظهور تأمین مالی است. با این حال، استمرار و تعمیق این رشد، مستلزم بازنگری اساسی در ساختارهای نظارتی، فرایندهای اجرایی و ظرفیت‌های فناورانه کشور است. در این گزارش، چالش‌های تأمین مالی جمعی در سه حوزه تنظیم‌گری، اجرا و توسعه بازار مورد تحلیل قرار گرفت و راهکارهایی مبتنی بر ساختار موجود کشور و ظرفیت‌های بالقوه پیشنهاد شد. این راهکارها در سطوح مختلف تصمیم‌گیری شامل کارگروه ارزیابی، سازمان و شورای عالی بورس و سطح کلان بین‌نهادی قابل اجرا هستند. همچنین پیشنهادهایی برای اصلاح مواد دستورالعمل تأمین مالی جمعی به منظور روزآمدسازی و تسهیل‌گری بیشتر ارائه شد. پیش‌نیاز موفقیت این سیاست‌ها، ایجاد تعامل و هم‌افزایی بین دستگاه‌های اجرایی، نهادهای ناظر و فعالان بازار است. در کنار آن، ارتقای سواد مالی عمومی، تقویت زیرساخت‌های دیجیتال، به‌روزرسانی قوانین و حمایت هدفمند از سکوها، می‌تواند زمینه‌ساز توسعه‌ای پایدار، هوشمند و کارآمد در بازار تأمین مالی جمعی کشور باشد. در نهایت، توجه به این ابزار مالی به عنوان مکملی مؤثر برای نظام بانکی و بازار سرمایه، می‌تواند نقش مهمی در تحقق اهداف کلان اقتصادی همچون رشد سرمایه‌گذاری برای تولید، عدالت مالی و مردمی‌سازی اقتصاد ایفا کند.



باسمه تعالی

پیش نویس اصلاح و تغییر دستورالعمل تأمین مالی جمعی

پیشنهادهای اصلاح و تغییر دستورالعمل تأمین مالی جمعی بر اساس بند (۴) ماده (۴) قانون بازار اوراق بهادار که در ۴۵ ماده و ۸ تبصره در تاریخ ۱۳۹۷/۰۲/۲۵ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار به شرح زیر است:

الف) اصلاح ماده های اصلی دستورالعمل:

در بخش نخست اصلاحیه، تمرکز بر بازنگری و به روزرسانی برخی از مواد موجود در دستورالعمل اصلی است که پیش تر به تصویب شورای عالی بورس رسیده بود. این تغییرات عمدتاً با هدف ارتقای شفافیت، انطباق پذیری بیشتر با شرایط بازار و افزایش کارآمدی سازوکارهای اجرایی اعمال شده اند. در این چارچوب، بخشی از مواد اصلی دستورالعمل با اصلاحات محتوایی مواجه شده و در مواردی نیز تبصره ها یا بندهایی به متن موجود اضافه گردیده است تا ضمن حفظ ساختار پیشین، انعطاف پذیری و دقت دستورالعمل در حوزه های کلیدی همچون سقف تأمین مالی، ترکیب کارگروه ارزیابی و الزامات گزارش دهی افزایش یابد.



ماده	متن ماده اصلی دستورالعمل	متن پیشنهادی برای ماده مذکور
۹	حداکثر مقدار قابل تأمین از طریق تأمین مالی جمعی برای هر طرح ۲۰ میلیارد ریال است. این مبلغ به طور سالانه توسط کارگروه ارزیابی مورد بازنگری قرار می‌گیرد.	حداکثر مقدار قابل تأمین از طریق تأمین مالی جمعی برای هر طرح به شاخص‌های مختلف صورت‌های مالی عامل و متقاضی و سوابق آنها وابسته است. کارگروه ارزیابی موظف است تا حداکثر ۳ ماه پس از تصویب این اصلاحیه سازوکار تعیین حداکثر مقدار قابل تأمین از طریق تأمین مالی جمعی برای هر طرح را به تصویب برساند. انتخاب شاخص‌ها و روش تعیین این مقدار بر عهده کارگروه است.
۱۰	حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح‌های باز نزد عامل در هر زمان، نمی‌تواند بیشتر از ۲۰۰ میلیارد ریال باشد. این مبلغ به طور سالانه توسط کارگروه ارزیابی مورد بازنگری قرار می‌گیرد.	حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح‌های باز نزد عامل در هر زمان، به شاخص‌های مختلف صورت مالی عامل و سوابق آن وابسته است. کارگروه ارزیابی موظف است تا حداکثر ۳ ماه پس از تصویب این اصلاحیه سازوکار تعیین حداکثر مقدار پذیرش مجموع طرح‌های باز نزد عامل در هر زمان را به تصویب برساند. انتخاب شاخص‌ها و روش تعیین این مقدار بر عهده کارگروه است.



ماده	متن ماده اصلی دستورالعمل	متن پیشنهادی برای ماده مذکور
۱۴	کارگروه ارزیابی دارای پنج عضو و یک دبیر به شرح زیر است: • بند الف- یک نفر به نمایندگی از رئیس سازمان، به عنوان رئیس کارگروه؛ • بند ب- دو نفر به نمایندگی از فرابورس؛ • بند ج- دو کارشناس در حوزه فعالیت تأمین مالی جمعی، با پیشنهاد فرابورس و تأیید رئیس سازمان؛ • بند د- یکی از مدیران فرابورس به عنوان دبیر کارگروه و بدون حق رأی. • تبصره: کارگروه ارزیابی می‌تواند در صورت لزوم، علاوه بر اعضای اصلی، از کارشناسان آشنا به حوزه مربوطه و همچنین نمایندگان متقاضیان (بدون حق رأی) برای حضور در جلسه دعوت به عمل آورد.	کارگروه ارزیابی دارای پنج عضو و یک دبیر به شرح زیر است: • بند الف - یک نفر به نمایندگی از رئیس سازمان به عنوان رئیس کارگروه • بند ب- دو نفر به نمایندگی از فرابورس؛ • بند ج- یک کارشناس در حوزه فعالیت تأمین مالی جمعی با پیشنهاد فرابورس و تأیید رئیس سازمان؛ • بند د- یک نفر به عنوان نماینده سکوهای تأمین مالی جمعی که با اکثریت مطلق آرا توسط نمایندگان سکوهای تأمین مالی جمعی انتخاب می‌شود. • تبصره - یکی از مدیران فرابورس به عنوان دبیر کارگروه و بدون حق رأی.
۲۲	حداقل الزامات و گزارش‌های دوره‌ای که لازم است توسط متقاضی تهیه و افشا گردد و نحوه آن، ظرف مدت حداکثر ۳ ماه پس از تصویب این دستورالعمل به تصویب کارگروه ارزیابی خواهد رسید.	حداقل الزامات و گزارش‌های دوره‌ای که لازم است توسط متقاضی تهیه و افشا گردد و نحوه آن، ظرف مدت حداکثر ۳ ماه پس از تصویب این دستورالعمل به تصویب کارگروه ارزیابی خواهد رسید. ماده ۲۲ مکرر: کارگروه در تصویب حداقل الزامات و گزارش‌های دوره‌ای موظف است شرح وظایف عامل و حدود اختیارات آن و همچنین اقدامات انضباطی برای متقاضی را در صورت عدم همکاری با عامل در تدوین گزارش‌های دوره‌ای مشخص نماید.



ماده	متن ماده اصلی دستورالعمل	متن پیشنهادی برای ماده مذکور
۲۸	نحوه جمع‌آوری و تخصیص وجوه به متقاضی و نحوه نظارت بر آن توسط کارگروه ارزیابی تعیین می‌شود.	نحوه جمع‌آوری و تخصیص وجوه به متقاضی و نحوه نظارت بر آن توسط کارگروه ارزیابی تعیین می‌شود. ماده ۲۸ مکرر: عامل می‌تواند وجوه تأمین‌کنندگان را به صورت امانت در حساب یا حساب‌های جداگانه‌ای نزد یکی از بانک‌های دارای مجوز از بانک مرکزی و مطابق مقررات نگهداری نماید. هرگونه دخل و تصرف از سوی عامل در وجوه مزبور، برخلاف مقررات و توافقات به عمل آمده با تأمین‌کنندگان و به نفع خود یا دیگران ممنوع است. این حساب‌ها و وجوه موجود در آن نمی‌تواند محل تضمین تعهدات عامل در برابر اشخاص ثالث قرار گیرد. جزئیات اجرایی این ماده توسط کارگروه ارزیابی به تصویب خواهد رسید.

ب) پیشنهادهای جدید جهت اضافه شدن به دستورالعمل:

در بخش دوم اصلاحیه، مجموعه‌ای از مواد جدید از ماده ۴۶ به بعد به دستورالعمل اصلی افزوده شده است. این مواد عمدتاً ناظر بر توسعه افق‌های نوین در تأمین مالی جمعی و پوشش نیازهای جدید بازار هستند. مواردی همچون تدوین ضوابط بهره‌گیری از فناوری‌های نوین (از جمله زنجیره بلوک و رمزارزها)، رتبه‌بندی سکوه‌های تأمین مالی، طراحی ابزارهای نوین مالی؛ مانند اوراق خرد و همچنین تسهیل مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی از جمله محورهای اصلی این مواد جدید محسوب می‌شوند. بدین ترتیب، اصلاحیه علاوه بر اصلاح و تکمیل مواد پیشین، مسیر تازه‌ای را برای توسعه و نهادینه‌سازی تأمین مالی جمعی در کشور ترسیم می‌نماید.



- **ماده ۴۶ -** کارگروه موظف است تا ۶ ماه پس از تصویب این اصلاحیه سازوکار استفاده از فناوری زنجیره بلوک، پول دیجیتال و رمزارزها در تأمین مالی جمعی را تدوین نموده و به تصویب شورای عالی بورس برساند.
- **ماده ۴۷ -** کارگروه موظف است در خصوص افزایش سقف تراکنش‌های بانکی تأمین‌کنندگان در پرداخت‌های مرتبط با تأمین مالی جمعی به رایزنی با بانک مرکزی پرداخته و اقدامات لازم در این زمینه را انجام دهد.
- **ماده ۴۸ -** کارگروه می‌تواند سکوهای تأمین مالی جمعی را رتبه‌بندی کرده و ابلاغیه‌ها و مصوبات خود را بر اساس آن رتبه‌بندی تنظیم نماید.
- **ماده ۴۹ -** کارگروه موظف است ضوابط راه‌اندازی سامانه معاملات گواهی شراکت در درون سکوها را حداکثر تا سه ماه پس از اصلاح دستورالعمل تأمین مالی جمعی تصویب نماید.
- **ماده ۵۰ -** کارگروه موظف است دستورالعمل تأمین مالی جمعی مبتنی بر بدهی از طریق انتشار اوراق (اوراق خرد) را تا شش ماه پس از تصویب این دستورالعمل تدوین نموده و به شورای عالی بورس ارائه نماید.
- **ماده ۵۱ -** کارگروه موظف است به جهت رفع موانع تأمین مالی جمعی ارزی، رفع موانع موجود از جمله عدم تخصیص کد فیدا به اتباع خارجی و عدم صدور ضمانت نامه ارزی را از مراجع ذی‌ربط پیگیری نماید.

گزارش سیاستی

اندیشکده فاینوتک با هدف توسعه و تقویت زیست بوم فناوری های مالی (فینتک) و حمایت از نوآوری های اقتصادی در کشور تأسیس شده است. این اندیشکده با بهره گیری از پژوهش های مسئله محور، تحلیل روندهای جهانی و استفاده از ظرفیت نخبگان و متخصصان، به شناسایی چالش ها و فرصت های حوزه فینتک می پردازد و راهکارهای نوآورانه و سیاست های کاربردی را برای توسعه فناوری های مالی ارائه می دهد. بررسی نقاط گلوگاهی اقتصادی از اولویت های اصلی فعالیت های فاینوتک است که موجب ارتقای کیفیت تصمیم گیری و افزایش اثرگذاری در سطح ملی می شود و زمینه ساز رشد پایدار در عرصه فناوری های مالی خواهد بود.



اندیشکده توسعه زیست بوم
فناوری های مالی (فاینوتک)
پژوهشکده مطالعات فناوری

تهران - خیابان ستارخان - خیابان حبیب اله
تقاطع خیابان سروش یکم - پلاک ۹۶

www.tsi.ir



پژوهشکده
مطالعات فناوری

