

درآمد حقوقی بر عرضه عمومی اولیه توکن‌های رمزنگاری شده بر بستر بلاکچین

شهرزاد حدادی*
مصطفی مظفری**

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۳۰

چکیده

روش‌های تأمین مالی دائماً در حال تحول و به‌روزرسانی هستند. پیچیدگی‌ها و دشواری‌های استفاده از سازوکارهای موجود و محدودیت‌های قانونی حاکم برای جذب منابع مالی از عموم به‌وسیله سازوکارهای رسمی، سبب بروز روش نوین تأمین مالی؛ یعنی صدور و انتشار توکن‌های رمزنگاری شده و عرضه عمومی سکه آنها به مردم در سراسر جهان، با استفاده از فناوری بلاکچین شده است. ماهیت این فناوری و بهره‌گیری آن از تکنولوژی دفتر کل توزیع‌شده و ویژگی عدم تمرکز حاکم بر آن، این امکان را برای شرکت‌ها و صاحبان کسب‌وکارها فراهم نموده است تا این توکن‌های رمزنگاری شده را خارج از سازوکارهای مرسوم و متداول به‌عموم مردم به‌فروش برسانند و از این طریق تأمین مالی کنند. برخی از این انواع توکن‌ها که به آنها اصطلاحاً توکن‌های اوراق بهادار گفته می‌شود، از خاصیت اوراق بهادار برخوردارند و با توجه به حقوقی که برای دارنده آن به‌دنبال دارند و مخاطراتی که پذیرهنویسان این توکن‌ها را تهدید می‌کند، مشمول مقررات قانونی حاکم در نظام‌های حقوقی درخصوص عرضه عمومی اوراق بهادار هستند. در این مقاله، با کمک یافته‌هایی از نظام حقوقی ایران و آمریکا، به روش توصیفی-تحلیلی به بررسی مقررات حاکم بر عرضه عمومی اولیه توکن‌های رمزنگاری شده بر بستر بلاکچین پرداخته می‌شود.

کلیدواژه‌گان:

تأمین مالی، توکن رمزنگاری شده، فناوری بلاکچین، توکن اوراق بهادار، عرضه عمومی سکه.

* دکتری تخصصی، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
sh.haddadi.law.s@gmail.com

** دکتری تخصصی، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران
hoghoogh.m@gmail.com



Copyright: © 2023 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

مقدمه

امروزه روش‌های تأمین مالی دائماً در حال تحول و روزآمدی است. رویه‌های کنونی جذب سرمایه و منابع مالی و تشریفات متعددی که این سازوکارها دارند، صاحبان کسب‌وکارهای نوپا را به فکر ابداع شیوه‌های جدید جذب سرمایه انداخته است. روشی که هم بتواند از بسیاری از تشریفات اداری و مقدمات جاری در شرکت‌های تأمین سرمایه، بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و دیگر نهادهای مالی مشابه آنها بکاهد و درعین حال بدون آنکه نیاز به حضور شخص واسطی برای تأیید فرایند تأمین مالی باشد، اعتبار خود را از عموم مشارکت‌کنندگان در فرایند تأمین مالی در سراسر جهان دریافت کند. فناوری زنجیره بلوکی یا بلاکچین، این فرصت را فراهم آورده است.

فناوری زنجیره بلوکی (بلاکچین)^۱ نوعی از فناوری دفتر کل توزیع شده است که دیتا را به صورت غیرمتمرکز و رمزنگاری شده ذخیره می‌کند.^۲ اولین استفاده گسترده و عمومی از فناوری بلاکچین، در رمزارز بیت‌کوین رخ داد. از آن زمان تاکنون دیگر گونه‌های بلاکچین، برای تنوع گسترده‌ای از کاربردها، استفاده‌ها و کارکردها توسعه داده شده است که همگی از شاخصه‌های رایج فناوری زنجیره بلوکی یعنی رمزنگاری، عدم تمرکز و عدم قابلیت تغییر برخوردارند.^۳

فناوری بلاکچین زیرساخت‌های لازم برای عرضه عمومی انواع ارزهای رمزنگاری شده را فراهم آورده است. از جمله این رمزارزها، توکن‌ها هستند. شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در یک فرایند فزاینده به دنبال انتشار توکن اختصاصی خودشان، فروش آن به عموم مردم و درنهایت تأمین مالی از این طریق هستند. صدور توکن‌ها از طریق روش‌ها و مسیرهای قانونی سنتی که قانون‌گذار یا نهادهای قانونی تعیین کرده‌اند، مانند واسطه‌ها

1. Blockchain.

2. Shelhar Sarmah, Simanta, "Understanding Blockchain Technology", *Computer Science and Engineering*, Vol. 8(2), 2018, P:24.

3. Jayanti, Amritha, Belei, Bogdon, "Technology Factsheet Series: Blockchain", Harvard Kennedy School, Belfer Center for Science and International Affairs, 2020, P:1.

(کارگزاری‌ها)، صورت نمی‌گیرد؛ بلکه این فرایند از طریق تکنولوژی دفتر کل توزیع شده^۱ محقق می‌شود.^۲ همین امر قانون‌گذاران و مقررات‌گذاران را به تدبیر سازوکاری برای تنظیم بازار این گونه جدید تأمین مالی رهنمون ساخته است.

یکی از زمینه‌های موردتوجه مقررات‌گذاران، حوزه عرضه و انتشار عمومی توکن‌ها است. درعین حال که ناشران توکن‌ها معتقدند، هیچ قانون و قاعده آمره یا مقرراتی بر اقدامات آنها حاکم نیست، نهادهای قانونی مانند کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، سعی می‌کنند آنها را مشمول مقررات موجود کنند یا مقررات جدیدی برای عرضه عمومی توکن‌ها تصویب نمایند. در نظام حقوقی ایران تا لحظه نگارش این مقاله، اقدامات عملیاتی و اجرایی در مواجهه با این پدیده نوظهور توسط مقام مقررات‌گذار، یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار، اتخاذ نشده است؛ اما می‌توان با مراجعه به قوانین و مقررات حاکم در ایران و تجربیات بین‌المللی حکم موضوع را استخراج کرد.

در حال حاضر، بخش عمده‌ای از اطلاعاتی که درباره توکن‌ها و عملکردشان وجود دارد، در شبکه‌های مجازی، وبلاگ‌ها و اتاق‌های گفتگو میان علاقه‌مندان به صنعت بلاکچین دست‌به‌دست می‌شود و این نوع اطلاعات فاقد ارزیابی‌های علمی و دقیق دانشگاهی درباره این پدیده نوظهور هستند.^۳ هدف از این پژوهش بررسی لزوم پیروی از مقررات «ثبت» در فرایند عرضه عمومی توکن‌های رمزنگاری شده به‌عنوان یکی از الزامات حاکم بر جذب سرمایه و تأمین مالی عمومی است؛ زیرا مقررات‌گذاران با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در بازار اوراق بهادار، سعی دارند تا آنجا که ممکن است تأمین مالی عمومی بر پایه انتشار توکن‌های اوراق بهادار را مشمول الزاماتی مانند افشای اطلاعات یا ارائه انواع گزارش‌های استاندارد و ثبت و ضبط معاملات آنها کنند؛ درحالی‌که

1. Distributed Ledger Technology.

2. Board of the Bank of Lithuania, "Guidelines On Security Token Offering", *Approved by Resolution No. 03-188.*, 2019, P:5.

3. Luis, Oliveira, Liudmila, Zavolokina, et al, "To Token or not to Token: Tools for Understanding Blockchain Tokens", University of Zurich, Zurich Open Repository and Archive, 2018, P:14.

ناشران این توکن‌ها، بدون توجه به چنین مقرراتی، با استفاده از امکانات فناوری بلاکچین و غیرمتمرکزبودن سازوکارهای آن، سعی دارند خود را از این روندهای قانونی مستثنی نمایند؛ امری که می‌تواند به ابهام در این بازار و ضرر و زیان عمده سرمایه‌گذاران غیرنهادی و اتخاذ تصمیمات مالی با مخاطرات بالا برای ایشان منتهی گردد. برای این منظور از آنجا که کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، جزو اولین اقدام‌کنندگان در این حوزه است و نیز از آنجا که این صنعت از درون آمریکا رشد و توسعه پیدا کرده است، ابتدا به این نظام حقوقی پرداخته می‌شود و سپس از آن روی که بازار رمزارزها در تعاملات مالی ایران، در حال گسترش است و هر روز ابعاد جدیدی به خود می‌بیند، به تحلیل موضوع در آینه مقررات حاکم و موجود در ایران می‌پردازیم. برای این منظور ابتدا مفهوم و انواع توکن رمزنگاری شده (۱) بررسی می‌شود تا خواننده نسبت به این پدیده نوظهور آگاهی یابد. آنگاه فرایند عرضه عمومی سکه توکن‌های رمزنگاری شده بیان می‌گردد (۲)؛ سپس مخاطرات عرضه عمومی اولیه توکن‌های رمزنگاری شده بیان می‌شود (۳) و در انتها به رویکرد نظام‌های حقوقی آمریکا و ایران به عرضه عمومی توکن رمزنگاری شده اشاره می‌شود (۴).

۱. مفهوم و انواع توکن رمزنگاری شده

در این قسمت، ابتدا مفهوم توکن رمزنگاری شده بیان می‌شود (۱,۱) و سپس انواع این توکن‌ها معرفی می‌گردند. (۱,۲)

۱.۱. مفهوم توکن رمزنگاری شده

در مقابل روش‌های سنتی و طولانی موجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر و طی مراحل مختلف جذب سرمایه به وسیله این سرمایه‌گذاران، کسب و کارها توکن‌هایی را طراحی نمودند که در کنار تأمین مالی، مجموعه‌ای از حقوق و تعهدات را برای دارندگان آن توکن‌ها به همراه دارند. در حال حاضر، پلتفرم اتریوم، پروتکلی را برای طراحی و ایجاد چنین توکن‌هایی توسعه داده است که شرکت‌ها می‌توانند از طریق آن پلتفرم، توکن

مخصوص خود را به وجود آورند. بنابراین بنیان‌گذاران یک کسب‌وکار با انتشار توکن و جمع‌آوری سرمایه‌های اشخاص در قالب رمز ارز می‌توانند محصول خود را توسعه دهند و تولید کنند. همچنین می‌توانند با فروش ارزهای دیجیتال که از طریق فرایند عرضه عمومی سکه^۱ جمع‌آوری کردند، در مقابل، ارزهای ملی، مانند دلار یا یورو، دریافت نمایند. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند هم توکن‌های خریداری‌شده آن شرکت را نگه دارند و هم آنکه آنها را در بازارهای ثانویه مبادله ارزهای دیجیتال معامله کنند. در برخی موارد هم توکن‌ها، بلافاصله پس از عرضه عمومی اولیه، در اختیار سرمایه‌گذاران قرار نمی‌گیرند و لازم است که آنان مدت‌زمان طولانی برای دریافت توکن‌های خریداری‌شده و سپس امکان معامله ثانویه آنها صبر کنند.^۲

تاکنون هیچ تعریف اجماعی و واحدی از توکن رمزنگاری‌شده وجود ندارد، ولی به صورت کلی می‌توان آنها را حقوق قراردادی‌ای دانست که به صورت رمزنگاری‌شده و دیجیتال از آنها محافظت می‌شود و از طریق گونه‌های مختلف تکنولوژی دفتر کل توزیع‌شده قابل انتقال، ذخیره و معامله هستند. توکن‌ها هم یکی از انواع دارایی‌های رمزنگاری‌شده هستند. توکن‌ها، دارایی‌های دیجیتالی هستند که از طریق به‌کارگیری قراردادهای هوشمند^۳ در یک دفتر کل توزیع‌شده ثبت، توزیع و معامله می‌شوند. بر این اساس، «توکن‌سازی» فرایندی است که حقوق اشخاص نسبت به یک دارایی را تبدیل به توکن‌های دیجیتال می‌کند.^۴

محور اصلی این تعریف، فرایند توکن‌سازی^۵ است که پلی میان دنیای دارایی‌های ملموس و فیزیکی و معامله، ذخیره و انتقال دارایی‌ها در یک دنیای دیجیتال است. این

1. Initial Coin Offering (ICO).

2. Hacker, Phipip, Thomale, Chriss, **Crypto-Securities: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law**, pp 10-11.

۳. قراردادهای هوشمند برنامه‌های نرم‌افزاری مبتنی بر فناوری بلاکچین هستند که می‌توانند دارایی‌ها و اطلاعات را ارسال و دریافت کنند. به صورت کلی توزیع دارایی‌ها و اطلاعات از طریق قراردادهای هوشمند از طریق کدهای فنی نرم‌افزاری تعریف شده است و این فرایند با تحقق یک سری شروط از قبل تعیین‌شده به صورت خودکار (اتوماتیک) اجرایی می‌شود

4. Board of the Bank of Lithuania, *op.cit*, P 5.

5. Tokenization

فرایند بر بستر فناوری بلاکچین محقق می‌شود. توکن‌سازی ارزش موجود در دارایی‌های ملموس و مادی را به توکنی تبدیل می‌کند که از طریق سازوکارهای فناوری بلاکچین به یک دارایی غیرمادی و غیرملموس تبدیل می‌شود. به عبارت ساده‌تر، توکن‌سازی می‌تواند تقریباً هر دارایی اعم از واقعی یا مجازی را به توکن دیجیتالی تبدیل کند و بدون نیاز به یک واسطه یا شخص سوم، مانند کارگزاری‌ها یا بنگاه‌های معاملاتی، زمینه‌های انتقال، مالکیت و ذخیره آن دارایی‌ها را به صورت دیجیتال فراهم سازد. بدین ترتیب، می‌توان توکن را بخشی از یک نرم‌افزار همراه با یک دارایی مشخص مانند حق مالکیت توصیف کرد. در عین حال، این موضوع که توکن‌ها مبتنی بر فناوری بلاکچین هستند، آنها را از سایر روش‌های فنی دیجیتالی کردن دارایی‌ها، متمایز می‌سازد.^۱

بنابر تعریفی دیگر، توکن یک وسیله مبادله داخلی درون یک پلتفرم است که دو شاخصه داشته باشد:

الف) فاقد ارزش ذاتی: توکن خارج از پلتفرمی که در آن ارائه می‌شود، دارای ارزش ذاتی نیست و ویژگی «وسیله مبادله بودن» توکن تنها درون پلتفرمی که در آن ارائه می‌شود، معنادار است.

ب) شفافیت: توکن‌ها درون پلتفرمی معامله می‌شوند که در فناوری بلاکچین که زیرساخت فنی آن است، ثبت می‌شود و از این روی برای کاربران قابل مشاهده است^۲ و شفافیت دارد.

طبق تعریف بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، در الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها، توکن، یک موجودیت دیجیتال است که یک ارزش مجازی یا واقعی را نمایندگی می‌کند. توکن معادل یک رمزارز جدید حاصل از عرضه اولیه سکه است.^۳

1. Stephanie, Darko, Sahin, Orkan and others, **Tokenization of Assets**, EY, Vol.1, P 12.

2. Li, Jiasum, Mann, William, **Digital Tokens and Platform Building**, 2020, pp 11-12.

۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۷، ص ۶.

همان‌طور که دیده می‌شود، آنچه میان این تعاریف مشترک است، آن است که توکن، نماینده یا بدل از یک دارایی، اعم از مادی یا غیرمادی، است که می‌تواند انواعی داشته باشد و در ادامه به انواع توکن پرداخته می‌شود.

۱.۲. انواع توکن رمزنگاری شده

توکن‌ها انواع مختلفی دارند و بر همین اساس دارای کارکردهای متنوعی اند و طبقه‌بندی واحدی از انواع توکن‌ها وجود ندارد. بر اساس طبیعت و کارکرد اقتصادی، توکن‌ها در یک تقسیم‌بندی کلی دارای اقسام زیر هستند:

الف) توکن‌های پرداخت:^۱ این دسته از توکن‌ها به‌عنوان ابزاری برای مبادله یا پرداخت در مقابل کالاها و خدمات به کار می‌روند. این توکن‌ها همان ارزهای دیجیتال مانند بیت‌کوین هستند.^۲

ب) توکن‌های کاربردی:^۳ این دسته از توکن‌ها، مانند توکن لیمو،^۴ نوعی کاربرد یا حق استفاده برای دارنده آن به‌دنبال دارند و به‌واسطه آنها می‌توان برخی از انواع خاص کالاها یا خدمات را خریداری نمود. این دسته از توکن‌ها در برنامه‌هایی مانند بازی‌های رایانه‌ای کاربرد دارند.^۵ طبق تعریف سازمان بازارهای مالی فرانسه، توکن‌های کاربردی آن دسته از توکن‌ها هستند که به دارنده آن اجازه می‌دهند تا از تکنولوژی یا خدمات شرکت عرضه‌کننده استفاده کنند. این سازمان، توکن‌های کاربردی را با روش‌های بازاریابی در صنعت خرده‌فروشی، مانند کارت‌های وفاداری مشتریان و جوایز پیشنهادی به آنها، همچون حمل رایگان کالا، مقایسه می‌کند که مشتریان را به مصرف کالاها و خدمات برندها جذب می‌نمایند.^۶

1. Payment Type Token

2. Board of the Bank of Lithuania, *op.cit*, P 6.

3. Utility Token

4. Lymo.

5. *Ibid*, P 6.

6. Think Block Tank, *The Regulation of Tokens in Europe*, Ver 1.0., 2019, P 30.

پ) توکن‌های سرمایه‌گذاری^۱: این دسته از توکن‌ها که به آنها توکن اوراق بهادار نیز گفته می‌شود، ویژگی‌های خاصی دارند و دارای برخی از شاخصه‌های اوراق بهادار قابل معامله یا دیگر ابزارهای مالی، مانند سهام یا اوراق قرضه، هستند و در چارچوب مقررات‌گذاری مالی قرار می‌گیرند.^۲ این دسته از توکن‌ها، حقوقی از جنس مطالبات سهام‌دار یا اوراق قرضه یا ابزارهای مالی مشتقه برای دارنده آن در مقابل صادرکننده به‌دنبال دارند.^۳ توکن‌هایی که به دارندگان خود حقوقی برابر با سهام‌داران اعطا می‌کنند، مانند مشارکت در فرایند مدیریت یک شرکت، تعلق بخشی از سودهای شرکت، توزیع و بازپرداخت سرمایه در صورت انحلال در کنار قابلیت معامله آنها، شبیه اوراق بهادار قابل معامله هستند که ویژگی‌های خاص سهام را دارند.^۴

توکن‌های اوراق بهادار حقی را برای دارنده آن به‌دنبال دارد که شبیه اوراق بهادار است. مفهوم اوراق بهادار در هر حوزه قضایی با حوزه قضایی دیگر متفاوت است. بنابراین در برخی از حوزه‌های قضایی ممکن است این دسته از توکن‌ها، اوراق بهادار باشند و در برخی دیگر اوراق بهادار قلمداد نشوند. اما آنچه مشخص است، آنکه توکن هنگامی مشمول مقررات اوراق بهادار می‌شود که دارنده، انتظار بازخورد مالی و مطالبه حقوقی از جنس سهام‌داری درخصوص یک پروژه مشخص داشته باشد. بنابراین، این دسته از توکن‌ها، متفاوت از نوع دیگری از توکن هستند که با وجود اینکه برای جذب سرمایه منتشر می‌شوند، اما هدف از آنها فروش یا پیش‌فروش کالا یا خدمتی مشخص است و دارنده آن از حقوقی مانند مشارکت در مدیریت پروژه یا مطالباتی از جنس سهم‌شدن در درآمد حاصل از آن و دیگر مواردی که در توکن‌های اوراق بهادار وجود دارد، برخوردار نیست.^۵

1. Investment Type Token.

2. Board of the Bank of Lithuania, *op.cit*, P 6.

3. Di Angelo, Monika, Salzer, Gernot, **Tokens, Types, and Standards: Identification and Utilization in Ethereum**, Research Gate., 2020, P 3.

4. Zetsche, Dirka, P. Buckley, Ross, W. Arner, Douglas, "The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators", *Law Working Paper, Faculty of Law, Economics and Finance.*, 2017, P 7.

5. Clifford Chance, **Security Token Offerings: The Shape of Regulation Across Asia – Pacific.**, 2020, P 4.

ت) توکن‌های ترکیبی^۱: این دسته از توکن‌ها دارای ترکیبی از انواع حقوق و اختیارات و امکانات برای دارنده آن هستند که در بالا به صورت جداگانه ذکر شده است.^۲ در یک تقسیم‌بندی دیگر، به موجب مقررات مندرج در الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها، تقسیم‌بندی دیگری از انواع توکن ارائه شده است که در آن توکن، به‌عنوان یک رمزارز می‌تواند به دو صورت بدون پشتوانه دارایی یا با پشتوانه صادر شود. توکن‌های دارای پشتوانه به چهار دسته توکن با پشتوانه ریال، توکن با پشتوانه طلا و سایر فلزات گرانبها، توکن با پشتوانه ارز (دلار، یورو و غیره) و توکن با پشتوانه سایر دارایی‌های مشهود و غیرمشهود، تقسیم می‌شوند.^۳

۲. فرایند عرضه عمومی^۴ توکن رمزنگاری شده

عرضه عمومی توکن‌های رمزنگاری شده بر اساس یک رویه عملیاتی صورت می‌گیرد که مبتنی بر فناوری بلاکچین است (۲،۱) و مراحل صدور، توزیع و ایجاد قابلیت معامله را طی می‌کند (۲،۲). در ادامه به این فرایند می‌پردازیم.

۲.۱. رویه عملیاتی عرضه عمومی سکه توکن‌های رمزنگاری شده

عرضه عمومی اولیه از طریق تکنولوژی دفتر کل توزیع شده صورت می‌گیرد. با استفاده از فناوری بلاکچین، اوراق بهادار دنیای کنونی به توکن‌های دیجیتالی تبدیل می‌گردند که معمولاً به آنها اوراق بهادار توکنیزه شده نیز می‌گویند. به‌منظور توکن‌سازی اوراق بهادار، صادرکننده به قرارداد هوشمندی نیاز دارد که برای مدیریت عرضه توکن و ذخیره‌سازی آن به کار می‌رود. صادرکننده باید از سازوکارهای حسابداری برای توزیع توکن نیز استفاده

1. Hybrid Type Token

2. Board of the Bank of Lithuania, *op.cit*, P 6.

۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، معاونت فناوری‌های نوین اداره نظام‌های پرداخت، **الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها**، تهران، ۱۳۹۷، ص ۸.

۴. در این مقاله عبارات «عرضه عمومی سکه» و «عرضه عمومی اولیه» به‌جای یکدیگر به کار می‌روند و از یک مفهوم برخوردارند.

کند. طبق تعریف مضیق بانک مرکزی ایران، طی فرایند عرضه عمومی سکه/اولیه توکن، شخص حقیقی یا حقوقی در داخل کشور به صدور رمزارز یا توکن دیجیتال جدید اقدام کرده و چندین واحد از آن را با اهدافی مانند تأمین سرمایه، در اختیار سرمایه‌گذاران گذاشته است.

اشخاصی که به دنبال صدور و انتشار توکن هستند، متنی را منتشر می‌کنند که اصطلاحاً به آن «سپیدنامه»^۱ گفته می‌شود و توضیحات فنی مرتبط با پروژه و هرگونه نکته مهم دیگر درباره کاربرد و استفاده آن و جنبه‌های مالی توکن در آن ذکر می‌گردد. غالب اوقات سپیدنامه، دربردارنده نقشه‌راه توسعه پروژه و نیز توضیحاتی درباره تیمی است که این پروژه فنی را هدایت می‌کند. همچنین این سپیدنامه‌ها بیان می‌دارند که آیا بنیان‌گذاران و توسعه‌دهندگان فنی این توکن نیز در فرایند عرضه و فروش، توکن دریافت خواهند کرد یا خیر. به دنبال انتشار سپیدنامه، شرکتی که این توکن را عرضه می‌کند، کدهای فنی مربوط به آن را برای عموم مردم افشا می‌نماید. در این هنگام برخی متخصصان فنی مورداعتماد، این کدها را به بوتۀ آزمایش می‌گذارند تا اطمینان حاصل کنند که کد نرم‌افزار توکن، هیچ‌گونه ایراد فنی نداشته باشد و بعضاً به متخصصان فنی که بتوانند خطاها و ایرادات فنی را پیدا کنند، پاداش می‌دهند. پس از انتشار سپیدنامه، شرکتی که به دنبال فروش توکن است، با استفاده از بسترهای شبکه‌های اجتماعی موجود، عملیات بازاریابی برای فروش توکن را آغاز می‌کند. هنگامی که عرضه عمومی توکن شروع می‌شود، هر شخصی که به اینترنت دسترسی داشته باشد، می‌تواند این توکن را خریداری کند. این فرایند در تمام جهان رخ می‌دهد و یک تأمین مالی جمعی سراسری اتفاق می‌افتد. افرادی که تمایل داشته باشند تا توکن خریداری کنند، به سامانه آنلاین آن شرکت مراجعه و توکن‌ها را خریداری می‌کنند و آنها را در یک کیف پول دیجیتال ذخیره می‌نمایند. هنگامی که توکن فروخته می‌شود، فروشنده هیچ‌گونه تعهدی برای بازخرید

1. Board of the Bank of Lithuania, *op.cit*, P:5.

2. White Paper.

توکن فروخته شده ندارد و برای معامله این توکن‌ها محدودیتی وجود ندارد. در مقابل، توکن‌های فروخته شده در بازارهای ثانویه ارزش دیجیتال در سراسر دنیا قابل معامله‌اند. این بازارها توکن‌های منتشر شده را فهرست و معاملات آنها را تسهیل می‌کنند. فرایندی که شبیه عملکرد بورس‌های اوراق بهادار است. وجود چنین امکاناتی برای معامله ثانویه توکن‌های فروخته شده این فرصت را حتی برای دارندگان توکن‌های کاربردی که هدف اولیه آنها فراهم آوردن یک امکان یا حق استفاده برای خریدار آن است، فراهم می‌کند تا توکن خریداری شده خود را به قیمت‌های بالاتری نسبت به قیمت خرید خود بفروشند.^۱

اگر مجموع توکن‌های خریداری شده بیش از حداقل تعداد مقرر برای خرید باشد که ناشر اعلام کرده است، ناشر فرایند جذب سرمایه و عرضه عمومی را ادامه می‌دهد؛ اما اگر شرط فروش حداقل توکن در عرضه عمومی اولیه محقق نشده باشد، تمام مبالغ پرداختی به شرکت کنندگان باز می‌گردد و فرایند عرضه عمومی سکه خاتمه می‌یابد.^۲

۲.۲. مراحل عرضه عمومی سکه توکن‌های رمزنگاری شده

در صورتی که بنا باشد عرضه عمومی توکن‌های رمزنگاری شده از مقررات حاکم بر اوراق بهادار تبعیت کند، لازم است فرایندی را طی نماید که دارای مراحل زیر است:

الف) صدور: در ابتدا لازم است که توکن اوراق بهادار نزد مقامات قانونی ذی صلاح ثبت شود یا آنکه مشمول یکی از شرایط استثنای از مقررات ثبت اوراق بهادار باشد و لازم است کلیه مقررات قانونی حاکم بر فرایند توزیع را رعایت نماید. همچنین ممکن است لازم باشد تا ناشران توکن‌های اوراق بهادار از طریق انتشار امیدنامه یا دیگر اسناد مشابه، اقداماتی را در خصوص افشای ریسک‌های حاکم و ویژگی‌های کلیدی آن توکن، از جمله ریسک‌های معطوف به تکنولوژی دفترکل توزیع شده اتخاذ نمایند که برای حفاظت از بازار و نیز سرمایه‌گذاران ضروری است. علاوه بر این پروتکل‌های

1. Rohr, Jonathan, Wright, Aaron, "Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets", 2018, Pp: 27-29.

2. Catalini, Christian, Gans, Loshua, "Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens", 2019, Pp: 7-8.

شبکه دفتر کل توزیع شده و قراردادهای هوشمندی که زیرساخت توکن‌های اوراق بهادار هستند، نیز ممکن است مشمول مقررات نظارت، بازرسی و کنترل باشند تا اطمینان کافی از فرایند صدور توکن و کارکرد تکنولوژی زیرساخت آن حاصل شود.^۱

ب) توزیع: به صورت کلی، پس از ثبت توکن اوراق بهادار، صادرکننده از طریق کارگزاران یا پلتفرم‌های واسط متعدد موجود برای توزیع آنها اقدام خواهد کرد. در این بین، اهمیت دارد تا این کارگزاران و واسطه‌های توزیع از مجوزهای لازم برخوردار باشند تا توکن اوراق بهادار را در بازار توزیع کنند و اطمینان حاصل نمایند که مقررات و قوانین مقابله با پولشویی و احراز هویت مشتریان و خریداران به درستی انجام شده است.^۲

پ) ایجاد قابلیت معامله: هنگامی که توکن‌های اوراق بهادار ثبت می‌شود، نیاز است تا صادرکننده اقداماتی را برای ایجاد قابلیت معامله این اوراق به کار بندد. در بازارهای سنتی، این عملیات از طریق کارگزاران قانونی و تحت نظارت سازمان‌های بورس اوراق بهادار انجام می‌شود. در صدور برخی از توکن‌های اوراق بهادار، کارگزار انتقال و معامله، کلیه اموری را که تا به امروز توسط کارگزار- معامله‌گران انجام می‌شد، مانند فراخوان تمام خریداران و فروشندگان بالقوه، انجام می‌دهد.^۳

همان‌طور که توضیح داده شد، پس از آنکه توکن اوراق بهادار صادر شد، لازم است تا این توکن‌ها از طریق یک پلتفرم معاملاتی همراه با شفافیت قیمت، قابلیت ثبت سوابق معامله و قدرت عملیات اجرایی، عرضه عمومی شوند. همانند الزامات قانونی لازم برای ثبت عرض، عمومی توکن اوراق بهادار، لازم است تا واسطه‌ها و عاملان عرضه عمومی این توکن نیز طبق قوانین و مقررات لازم‌الاجرا ثبت شوند و مجوز فعالیت داشته باشند. این امر به حمایت و حفاظت از سرمایه‌گذاران کمک می‌کند.^۴

1. SIFMA, *Security Tokens: Current Regulatory and Operational Considerations for Broker-Dealers and a Look Towards the Future.*, 2020, P 9.

2. *Ibid*, P 10.

3. *Ibid*, P 9.

4. *Ibid*, P 10.

در حال، عرضه عمومی اولیه توکن‌های اوراق بهادار مستلزم رعایت الزامات زیر است:

الف) شفافیت قیمت: شفافیت قیمت یک شاخص کلیدی است که از سرمایه‌گذاران در مقابل دستکاری قیمت‌ها در بازار محافظت می‌کند. قوانین ناظر بر بورس‌های اوراق بهادار، شروطی را مقرر می‌کنند تا با کلاهبرداری از طریق اوراق بهادار و دستکاری قیمت مقابله کند و مقرراتی را به دنبال دارند تا وضعیت شفافیت در ارزش‌گذاری اوراق بهادار را ارتقا بخشد و اطلاعات کلیدی برای معامله اوراق بهادار را به مخاطبان انتقال دهد.

ب) گزارش‌دهی و ثبت سوابق معاملاتی: همان‌گونه که توکن‌های اوراق بهادار ثبت و عرضه عمومی و معامله می‌شوند، لازم است تا این معاملات براساس قوانین و مقررات لازم‌الاجرا گزارش شوند و سوابق معاملاتی آنها اعم از عملیات اجرایی صدور این توکن‌ها، انطباق قیمت‌های عرضه، تقاضا و تصفیه آنها درج گردد. ساختار تکنولوژی بلاکچین و دفترکل توزیع‌شده که زیرساخت توکن‌های اوراق بهادار هستند، به بهبود فرایندهای گزارش‌دهی و ثبت سوابق معاملاتی کمک می‌کنند.^۱

۳. مخاطرات عرضه عمومی اولیه توکن‌های رمزنگاری شده

فرایند عرضه عمومی اولیه توکن‌های اوراق بهادار دربردارنده مخاطراتی است و همین موضوع سبب شده است که مقام‌های مقررات‌گذار، مانند بورس‌های اوراق بهادار، آنها را مشمول قوانین و مقررات موجود در حوزه اوراق بهادار کنند. در ادامه، برخی از این مخاطرات موجود در فرایند عرضه عمومی اولیه طرح می‌گردند:

الف) عدم تقارن اطلاعات: وضعیت ارائه اطلاعات در بیشتر عرضه‌های عمومی اولیه غیردقیق و مبهم است. عموماً سپیدنامه‌هایی که درباره عرضه عمومی اولیه توکن‌ها منتشر می‌شود، تنها دربردارنده اطلاعات فنی درباره محصول و فرایندهای توسعه آن است و اطلاعات کافی درباره کسانی که آنها را صادر می‌کنند یا حامی آن هستند، منتشر نمی‌کنند. گاهی اوقات سپیدنامه‌ها فاقد هرگونه اطلاعاتی درباره وضعیت مالی

1. *Ibid*, pp 11-12.

پروژه‌اند؛ یعنی اینکه مشخص نمی‌کنند سرمایه جمع شده چگونه قرار است مورد استفاده قرار گیرد و در چند مرحله به کار گرفته می‌شود. همچنین این مقالات اطلاعات کافی درباره اینکه بناست سرمایه‌های پرداختی مشارکت‌کنندگان به صورت انفرادی استفاده شود یا آنکه جمعی و یکجا، در اختیار مخاطب قرار نمی‌دهند. علاوه بر این، عموماً سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری، به برنامه بنیان‌گذاران کسب‌وکار و ناشر برای توسعه فناوری در مراحل بعدی و برنامه جذب سرمایه آن پروژه توجه می‌کنند، اما در عرضه‌های عمومی اولیه توکن، چنین اطلاعاتی نیز در اختیار متقاضیان قرار نمی‌گیرد. همچنین خطر اطلاعات نامتقارن، در مرحله پس از عرضه عمومی اولیه نیز وجود دارد و تنها نیمی از عرضه‌های عمومی اولیه، اطلاعات پذیرهنویسان و مشارکت‌کنندگان واقعی در عرضه عمومی را در دسترس عموم قرار می‌دهند.^۱

ب) عدم اختصاص بهینه سرمایه: تعدادی از عرضه‌های عمومی اولیه اصطلاحاً حباب قیمتی دارند. در نتیجه تمام عرضه‌های عمومی اولیه به اهداف جذب سرمایه خود دست نمی‌یابند و حداقل تعداد و میزان توکن مشخص شده هم توسط مخاطبان و سرمایه‌گذاران بالقوه پذیرهنویسی نمی‌شود و از طرف دیگر در برخی از عرضه‌های عمومی اولیه، میزان توکن پذیرهنویسی شده توسط سرمایه‌گذاران به مراتب بیشتر از میزان توکن عرضه شده بوده است. این امر سبب شده است تا برخی از انواع رفتارهای غیرعقلانی توسط بازار رخ دهد. حباب‌های قیمتی نه تنها افراد و سرمایه‌گذاران حقیقی را متضرر می‌کند، بلکه به تخصیص نادرست سرمایه و در واقع به مخاطره‌انداختن منافع تأمین مالی جمعی بر بستر بلاکچین منتهی می‌گردد. هدف از جذب سرمایه و عرضه عمومی اولیه آن است که منابع مالی و وجوه سرمایه‌گذاری به سمت استفاده کارآمد برای پروژه و توسعه کسب‌وکار بکار رود اما در برخی از عرضه‌های عمومی اولیه،

1. Zetsche, Dirka, P. Buckley, Ross, W. Arner, Dougl, *op.cit.*, pp 15-16.

ناشران توکن، از منابع مالی بهره‌برداری شخصی کردند که مشمول عناوینی همچون کلاهبرداری قرار گرفته است.

پ) حمایت قانونی ضعیف: تعداد اندکی از عرضه‌های عمومی اولیه در سپیدنامه خود درباره قانون حاکم بر فرایند عرضه به مخاطبان اطلاعات ارائه نموده‌اند. حتی در برخی از این عرضه‌ها، این بیانیه، هیچ‌گونه اطلاعاتی درباره نام صادرکننده (مانند آدرس او) یا پیش‌بینی وی ارائه نکرده‌اند. در برخی از سپیدنامه‌ها، نام شخصی که گزارش را نوشته و تهیه کرده است، با اشخاصی که بنیان‌گذار آن پروژه‌اند، متفاوت است. بنابراین در شرایطی که سرمایه‌گذاران هیچ‌گونه اطلاعاتی درباره صادرکننده توکن ندارند، تأثیر قوانین و مقررات ناظر بر مسئولیت مدنی محدود می‌شود. در واقع هنگامی که اطلاعاتی درباره طرف معامله وجود ندارد، حمایت‌های قانونی محدود می‌شود.^۱

ت) یکی دیگر از انتقادات وارده به عرضه عمومی اولیه سکه، آن است که این روش زمینه‌های لازم را برای کلاهبرداری فراهم می‌کند؛ زیرا یکی از مشکلات دیگر فناوری بلاکچین این است که شبه-ناشناس است. بدین معنا که به‌دشواری می‌توان متوجه شد که مبلغ سرمایه‌گذاری جمع‌شده به کجا رفته است. در نتیجه از آنجاکه این روش عرضه عمومی اولیه، در سراسر جهان قابل‌انجام است، مشخص نیست که در کدام نظام حقوقی و قضایی باید رفتارهای کلاهبردارانه مورد پیگرد قانونی قرار گیرند.^۲ همین مخاطرات در فرایند عرضه عمومی اولیه توکن، انگیزه اصلی اتخاذ رویکردهای سخت‌گیرانه در نظام‌های حقوقی مختلف شده است. از جمله در نظام حقوقی آمریکا، کمیسیون بورس اوراق بهادار، فعالانه به اتخاذ موضع پرداخته و با به‌کارگیری اقدامات قضایی درصدد تنظیم این بازار برآمده است. در بخش دوم به تحولات این حوزه در نظام حقوقی آمریکا و نیز ایران پرداخته می‌شود.

1. *Ibid.*, pp 15-16.

2. Momtaz, Paul, "Initial Coin Offerings", *UCLA Anderson School of Management*, 2020, P 9.

۴. رویکرد نظام‌های حقوقی به «ثبت» توکن رمزنگاری شده در عرضه عمومی اولیه

وضعیت قانونی و حقوقی عرضه عمومی اولیه توکن‌های اوراق بهادار به شاخصه‌های هر عرضه اولیه بستگی دارد. علاوه بر این باتوجه به ماهیت عرضه عمومی اولیه توکن اوراق بهادار که ممکن است در فراسوی مرزهای چندین کشور مختلف محقق شود، وضعیت حقوقی این قبیل عرضه‌های عمومی اولیه را تابعی از نظام‌های حقوقی گوناگون می‌کند. اما به صورت کلی می‌توان گفت برخی از توکن‌هایی که همراه با خود حق دریافت سود نیز به دنبال دارند، در دسته اوراق بهادار قابل معامله قرار می‌گیرند که در مطالب قبلی به آن پرداخته شد. بر این اساس، اینکه در ساختار یا معامله توکن‌ها از تکنولوژی خاصی استفاده شده باشد، مانع از آن نخواهد بود که مقررات مربوط به اوراق بهادار درباره آنها اعمال شود و این مقررات صرف نظر از نوع تکنولوژی به کاررفته اعمال می‌گردند.^۱ در میان سایر نظام‌های حقوقی، نظام حقوقی آمریکا بیش از سایرین به این موضوع پرداخته شده است و مطالعه آن از حیث بررسی تجربیات موجود، کمک‌کننده خواهد بود. (۴،۱) در کنار آن نظام حقوقی ایران نیز مطالعه می‌شود. (۴،۲)

۴.۱. نظام حقوقی آمریکا

در نظام حقوقی آمریکا، اینکه آیا توکنی مشمول مقررات اوراق بهادار قابل معامله می‌شود یا خیر، تابعی از ویژگی‌های آن توکن و هدفی است که بابت آن صادر شده است. به عنوان نمونه، توکن فینوم^۲ با نماد FIN توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا مشمول مقررات عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار و الزامات قانونی متعاقب آن، یعنی لزوم «ثبت» قبل از عرضه عمومی، قرار گرفت. این توکن از فناوری بلاکچین برای ارائه خدمات مالی استفاده می‌کند. این توکن برای دارندگان آن حقوقی مانند حق دریافت سود شرکت ناشر بر اساس میزان توکنی که خریداران در مالکیت دارند، حق مشارکت در فرایند

1. Board of the Bank of Lithuania", *op.cit.*, P 7.

2. FINOM

مدیریت شرکت و حق مالکیت درباره بخشی از دارایی‌های شرکت ناشر اعطا می‌نمود. این توکن توانست در فرایند عرضه عمومی اولیه خود که در ۳۱ دسامبر ۲۰۱۷ خاتمه یافت، مبلغ ۴۱ میلیون دلار آمریکا سرمایه جذب نماید. وجوهی که از خریداران دریافت و جمع‌آوری شده بود، در زمینه توسعه خدمات شرکت به کار گرفته شد. با این توصیف، کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، این عرضه اولیه عمومی را مشمول مقررات بخش D و ماده (c) ۵۰۶ قانون اوراق بهادار آمریکا مصوب ۱۹۳۳ دانست. بدین معنی که این توکن تنها می‌تواند در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی عرضه شود. در این حالت، برای حل مخاطره میزان خطرپذیری سرمایه‌گذاران و کاهش تأثیر مسئله عدم تقارن اطلاعات در مقابل سرمایه‌گذاران خرد، این توکن فقط در مقابل سرمایه‌گذاران خبره یا نهادی که با توجه به تجربه، وضعیت معاملاتی، اموال، دارایی‌ها و حوزه تخصصی فعالیتشان، آگاه فرض می‌گردند، قابل عرضه دانسته شد. در طرف مقابل، توکن فایل کوین^۱ با نماد FIL شبکه ذخیره‌سازی غیرمتمرکز اطلاعات است که ذخیره‌سازی ابری اطلاعات را به یک بازار الگوریتمی تبدیل می‌کند. این توکن برای دسترسی به فضا و ظرفیت ذخیره استفاده‌نشده از کامپیوترهای سراسر دنیا به کار گرفته می‌شود و دارنده می‌تواند با ارائه این توکن، از حق دسترسی به فضاهای ذخیره‌سازی موجود استفاده‌نشده برخوردار گردد. دریافت‌کننده این توکن نیز می‌تواند آن را به سایر ارزهای دیجیتال یا پول‌های ملی مانند دلار یا پوند تبدیل کند. از آنجاکه این توکن براساس کارکردی که دارد، به نوعی توکن کاربردی است، عرضه عمومی اولیه آن، مشمول مقررات عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار قرار نگرفت و متعاقباً از الزامات قانونی مربوطه نیز مستثنی شد.^۲

در ماه جولای ۲۰۱۷، کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا گزارش تحقیقاتی را منتشر نمود که به موجب آن، توکن‌های مبتنی بر فناوری بلاکچین، اوراق بهادار شناسایی شدند که نیازمند آن است براساس مقررات بخش ۵ قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳، ثبت شوند

1. Filecoin

2. *Ibid*, Pp 12, 15.

تا علاوه بر رعایت الزامات ثبت، مجموعه‌ای از اطلاعات مالی و تجاری مورد نیاز را اضافه بر اطلاعات فنی که افشای آنها در سپیدنامه‌ها رایج است، ارائه کنند. به علاوه این کمیسیون اقدامات تحقیقاتی و اجرایی متعددی را علیه ناشران توکن اتخاذ نمود که نشان از آن دارد که عرضه و فروش توکن‌هایی که همراه با وعده‌هایی از سودهای بالقوه آتی باشد، به عنوان اوراق بهادار شناخته می‌شوند. از آنجاکه این وعده‌های سودآور بر قیمت توکن‌ها تأثیرگذار است، مقررات‌گذار به دنبال آن بود که از طریق ارائه اطلاعات مالی و تجاری آنها، از جمله تشریح جریان‌های درآمدی پیش‌بینی شده آتی، سبب افزایش شفافیت مالی آنها شود و درصدد مقابله با حباب‌های قیمتی آنها برآید. دولت‌های دیگر کشورها مانند کانادا، چین، انگلستان، هنگ‌کنگ، مالزی، روسیه، انگلستان و سنگاپور نیز رویکردهای مشابهی دارند و بیانیه‌هایی را صادر نمودند که نشان دهند چگونه فروش توکن‌ها در چارچوب حقوق اوراق بهادار حاکم در آن کشورها قرار می‌گیرد.^۱

کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا مفهوم عبارت «اوراق بهادار» را طبق قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳ و قانون معامله اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ تفسیر می‌نماید. علاوه بر برشماری انواع به خصوص اوراق بهادار مانند سهام یا اوراق قرضه، تعریف قانون سال ۱۹۳۳ از اوراق بهادار، در بردارنده مفهوم «قرارداد سرمایه‌گذاری» است. طبق تفسیری که دیوان عالی کشور آمریکا در سال ۱۹۴۶ در دعوی میان کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا و هاوی^۲ مقرر داشت، مفهوم قرارداد سرمایه‌گذاری در واقع هنگامی صدق می‌کند که اول، وسیله سرمایه‌گذاری پول باشد؛ دوم، این سرمایه‌گذاری در یک شرکت باشد؛ سوم، این سرمایه‌گذاری همراه با انتظار معقولی برای به دست آوردن سود و منافع باشد و چهارم، این سود از رهگذر تلاش‌ها و اقدامات کارآفرینانه و مدیریتی مدیران آن شرکت حاصل شده باشد. بر همین اساس، در ماه جولای سال ۲۰۱۷، کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا بیان داشت که «عرضه عمومی اولیه/سکه» می‌تواند متضمن صدور اوراق

1. Rohr, Jonathan, Wright, Aaron, *op.cit.*, P 5.

2. Howey

بهادار باشد و گزارشی را منتشر نمود که به موجب آن، توکن‌های دیجیتالی صادره در پروژه داتو^۱ اوراق بهادار محسوب شدند. در این پروژه، انجمنی، توکن‌هایی را صادر و منتشر کرده بود که خریداران از طریق وبسایت عرضه‌کننده، آن را درمقابل پرداخت ارز دیجیتال اتر خریداری کرده بودند. داتو قصد داشت تا از این وجوه در راستای تأمین مالی پروژه‌های خود استفاده کند. دارندگان توکن‌های داتو در درآمدهای آتی پیش‌بینی شده از پروژه‌ها به‌عنوان عوض سرمایه‌گذاری خود سهیم بودند. پس از صدور اولیه توکن‌های داتو، یک بازار ثانویه برای معاملات آتی توکن‌های صادره نیز به‌وجود آمد. کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، سپس با استناد به پرونده‌های و معیارهایی که برای تعریف قرارداد سرمایه‌گذاری و مفهوم اوراق بهادار توسط دیوان عالی کشور اتخاذ شده بود، به این نتیجه رسید که توکن‌های داتو مصداق اوراق بهادار و مشمول مقررات حاکم در این زمینه هستند.^۲ بنابراین مقررات‌گذار با الزامی‌دانستن ثبت و لزوم پیروی از مقررات عرضه عمومی اوراق بهادار، گامی در راستای شفافیت مالی و عملکردی ناشر و سپس وضع مبنایی برای حمایت حقوقی و قضایی از سرمایه‌گذاران خرد و غیرنهادی برداشت.

تمایل بسیار به مقررات‌گذاری و نظارت فزاینده بر بازار رمزارزها از جمله توکن‌های رمزنگاری شده در نظام حقوقی آمریکا، پرسشی را طرح می‌کند که آیا توکن‌های کاربردی هم مشمول مقررات و الزامات حاکم بر اوراق بهادار هستند؟ درعمل توکن‌های کاربردی با هدف تأمین مالی صادر و منتشر نمی‌شوند؛ بلکه هدف از آنها ایجاد ابزاری برای تعامل میان مشتریان ناشر و کاربران محصولات و خدمات او است و هدف اولیه و اصلی صادرکنندگان آن، تأمین مالی از طریق فروش توکن به کاربران نیست. نمونه آن عرضه اولیه توکن مسترکوین^۳ بود.^۴ بنابراین نمی‌توان آنها را مشمول مقررات حاکم بر اوراق بهادار دانست؛ هرچند درحال حاضر امکان دارد تا حتی توکن‌های کاربردی هم مشمول

1. DAO (Decentralized Autonomous Organization)

2. Chamber of Digital Commerce, Token Alliance, **Understanding Digital Tokens: Market Overviews and Proposed Guidelines for Policymakers and Practitioners**, P 22.

3. Mastercoin.

4. Li, Jiasum, Mann, William, **Digital Tokens and Platform Building**, 2020, P 24.

مقررات کمیسیون بورس اوراق بهادار شوند و هنوز نمی‌توان با قطعیت در این باره اظهار نظر نمود. لذا ممکن است لازم باشد تا فروش و عرضه توکن با ارزشی بیش از پنجاه میلیون دلار مشمول محدودیت عرضه به سرمایه‌گذاران نهادی با شرایط مالی و درآمدی خاصی طبق قانون جازر در آمریکا شود. البته چنین محدودیت‌هایی مانع معامله تعداد زیادی از کاربران می‌شود که شرایط و ویژگی‌هایی مقرر برای سرمایه‌گذاران در این قانون را ندارند.^۱ علاوه بر این در نظام حقوقی آمریکا، مقررات قانون مبادله کالا^۲ بسیار موسع است و در بردارنده تمام خدمات، حقوق و منافی است که قرارداد آن اکنون منعقد می‌شود، اما قرار است در یک زمانی در آینده تحویل گردد یا آنکه قرارداد آن در آینده امضا می‌شود و تنها دریافت‌کنندگان کالا از طریق پست از شمول این مقررات خارج هستند. اخیراً اقداماتی انجام شده است که به موجب آن بیت‌کوین و دیگر ارزهای دیجیتال گونه‌ای از «کالا» محسوب می‌شوند. یک دادگاه فدرال حکم داد که لفظ «کالا» از منظر کارکرد اقتصادی و نیز عبارات قانونی شامل ارزهای دیجیتال نیز می‌شود. در حالی که هیچ تعریف قانونی درباره اصطلاح «ارز دیجیتال» وجود ندارد، در دسامبر ۲۰۱۷، کمیسیون معاملات آتی کالا^۳ یک تفسیر قانونی پیشنهاد داد که به موجب آن لفظ «کالا»، ارز دیجیتال را هم در بر می‌گیرد.^۴ با این اوصاف، توکن‌های دیجیتالی کالاهایی هستند که مشمول مقررات و الزامات مقابله با کلاهبرداری و ممانعت از دستکاری قرار می‌گیرند. با ملاحظه این اقدام مشخص می‌گردد که مقررات‌گذار برای مقابله با انواع مختلف کلاهبرداری‌های رایج در بازار رمزارزها، از جمله گونه‌های مختلف طرح‌های پانزی، سعی دارد تا مخاطرات سرمایه‌گذاران و معامله‌گران این دارایی‌های دیجیتال را با انطباق وضعیت آنها با یکی از انواع مصادیق کالا کاهش دهد و آنها را مشمول نظارت‌ها و مقررات قانونی متعارف کند؛

1. *Ibid*, P 26.

2. Commodity Exchange Act.

3. CFTC (Commodity Futures Trading Commission)

4. Chamber of Digital Commerce, Token Alliance, *op.cit*, P 17.

امری که ممکن است از نظر فعالان بازار رمزارز با ویژگی غیرمتمرکز بودن فناوری بستر آنها، مغایر باشد.

در مقررات‌گذاری اخیر دربارهٔ ارزهای دیجیتالی این کمیسیون بیان داشت که مادهٔ ۱۸۰،۱ قانون مبادلهٔ کالا به او این اختیار را می‌دهد تا اقدامات اجرایی علیه کلاهبرداری و دستکاری در قراردادهای فروش کالای بین ایالتی اتخاذ نماید. در سپتامبر ۲۰۱۷، کمیسیون معاملات آتی کالا در شکایتی علیه عملیات جذب سرمایه به‌علت ترغیب متقلبانهٔ اشخاص به سرمایه‌گذاری در عملیات تجارت بیت‌کوین به مادهٔ ۱۸۰،۱ استناد نمود و از محدودیت‌های سنتی خود برای مداخله در بازارهای نقدی فراتر رفت. هرچند در این پرونده، هیچ بازار آتی برای معاملهٔ بیت‌کوین مطرح نبود.^۱

در دسامبر ۲۰۱۷، کمیسیون معاملات آتی کالا، تفسیری از «تحویل واقعی» کالا ارائه داد که به موجب آن تحویل زمانی رخ می‌دهد که (۱) خریدار توانایی تصرف یا کنترل بر ارز دیجیتال را داشته باشد و در کمتر از ۲۸ روز از تاریخ معامله، بتواند به‌راحتی در فعالیت‌های تجاری خود از آن استفاده کند و (۲) فروشنده و منتقل‌کننده نباید دیگر هیچ‌گونه منافع یا کنترلی بر ارز دیجیتال مورد معامله داشته باشد. در سال ۲۰۱۸ دادگاهی این تفسیر را به چالش کشید؛ باین‌حال اذعان داشت که «تحویل واقعی» مستلزم آن نیست که خریدار تصرف واقعی و کنترل بر کالای خریداری‌شده داشته باشد؛ بلکه کافی است تا تصرف و کنترل بر کالا از فروشنده به خریدار منتقل شود؛ حال ممکن است خریدار اعمالی که نشان‌دهندهٔ کنترل و تصرف است، نسبت به آن کالا اتخاذ نکند. از آنجاکه کمیسیون فرض را بر آن گذاشته که ارز دیجیتال مشمول تعریف «ارز» قرار نمی‌گیرد، بنابراین مشمول مقررات ناظر بر معاملهٔ ارز خارجی نیز نمی‌باشد^۲ و این استدلالی برای تقویت رویکرد کمیسیون درخصوص «کالا» محسوب‌نمودن ارز دیجیتالی مانند بیت‌کوین است.

1. *Ibid*, P:19.

2. *Ibid*, P:21.

صرف‌نظر از تفسیر کمیسیون معاملات آتی کالا درباره ارزش‌های دیجیتال، «توکن‌ها» ممکن است مشمول تعاریف کالا، ابزارهای مالی مشتقه یا ارز دیجیتال نیز قرار گیرند. درواقع، اگر قراردادهای تحویل آینده توکن‌ها متضمن حق اختیار معامله و نه تحویل فیزیکی توکن باشد، چیزی شبیه ابزارهای مالی مشتقه است که مبتنی بر یک دارایی پایه منعقد شده‌اند. چنین توکن‌های دیجیتالی موضوع تنوعی از مقررات ناظر بر قراردادهای آتی و سوآپ هستند. این بدان معنی است که معاملات آنها از شمول شرایط و مقررات حاکم بر بازارهای نقدی خارج است. این برداشت هنگامی که اقدامات ناظر بر معامله توکن‌ها دربردارنده اختیار معامله است و تحویل فوری توکن به خریدار را به‌دنبال ندارد، بیشتر تقویت می‌شود.^۱

بااین‌همه، حتی در نظام‌های حقوقی، مانند ایالات متحده آمریکا که موضوع ثبت توکن‌های اوراق بهادار در آنها مطرح است، برخی معتقدند که کمیسیون بورس اوراق بهادار باید معافیت‌های از ثبتی را به‌کار گیرد که به‌صورت مشخص برای توکن‌های مبتنی بر بلاکچین طراحی شده‌اند تا در نتیجه آن فروشندگان توکن‌ها مجبور نباشند تا مقررات ثبت مندرج در بخش ۵ قانون اوراق بهادار را رعایت کنند یا آنکه ناگزیر نباشند اثبات کنند مشمول یکی از انواع معافیت از الزامات ثبت هستند که با ماهیت تکنولوژی بلاکچین سازگار است. درحال حاضر، خیلی از مقررات ثبت و نیز معافیت‌های از ثبت اوراق بهادار برای توکن‌های دیجیتالی مناسب نیستند. این مقررات جنبه‌های مهمی از تکنولوژی را نادیده می‌گیرند و ناشران توکن‌ها را تشویق می‌کنند که خارج از چارچوب‌های قانونی آمریکا رفتار نمایند. علاوه‌براین، لازم است قوانینی تصویب شوند که کمیسیون بورس اوراق بهادار را ملزم نماید تا محیطی امن برای معاملات این دسته از توکن‌ها ایجاد نماید تا خرید و فروش توکن‌های مبتنی بر بلاکچین را تسهیل کند. بدین ترتیب، کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا می‌تواند طرفین این معاملات را تشویق کند تا اقداماتی را به‌کار

1. *Ibid.*

بندند که نتیجه آن حفاظت از خریداران در مقابل کلاهبرداری است؛ بدون آنکه به توسعه این فناوری مالی آسیبی برساند یا آن را تضعیف کند.^۱

همان‌طور که مشاهده شد، در نظام حقوقی آمریکا، تصمیم نهاد ناظر و مقررات‌گذار بر این است که تا جای ممکن عرضه‌های عمومی اولیه تابع مقررات قانونی حاکم و موجود برای ثبت و عرضه عمومی سایر اوراق بهادار باشد و برای این منظور با احراز شاخصه‌های قرارداد سرمایه‌گذاری، تلاش دارد تا عرضه عمومی توکن اوراق بهادار اینگونه تحت نظارت و روندهای اجرایی موجود کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، درآید. علاوه بر این، تمایل برای یکسان پنداشتن سایر ارزشهای دیجیتال و رمزنگاری شده، مانند بیت‌کوین، با مقررات حاکم بر معاملات آتی کالا، نمونه‌ای دیگر از تلاش‌های نهادهای مقررات‌گذار برای تسری قوانین و مقررات موجود بر ارزشهای رمزنگاری شده است.

۴.۲. نظام حقوقی ایران

در مطالعه نظام حقوقی ایران، مناسب است تا ابتدا به ماهیت توکن‌های رمزنگاری شده با توجه به مفهوم اوراق بهادار پرداخته شود (۴،۲،۱) و سپس مقررات قانونی حاکم بر عرضه عمومی اوراق بهادار (۴،۲،۲) مطالعه گردد تا شرایط قانونی قابل اعمال بر عرضه عمومی اولیه توکن‌های اوراق بهادار مشخص شود.

۴.۲.۱. ماهیت توکن‌های رمزنگاری شده با توجه به مفهوم اوراق بهادار

طبق بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، منظور از اوراق بهادار، «هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن باشد. شورا اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد...». در همین راستا، تاکنون مصادیق اوراق بهادار توسط شورای عالی بورس به‌عنوان اوراق بهادار قابل معامله در مصوبات مختلف ذکر شده‌اند که عبارت از اوراق اجاره (مصوبه ۱۳۹۶/۱۱/۰۱)؛ قرارداد آتی کالا (مصوبه ۱۳۹۶/۱۱/۰۱)؛ قرارداد آتی سهم (مصوبه ۱۳۸۸/۰۲/۱۳)؛ اوراق اختیار

1. Rohr, Jonathan, Wright, Aaron, *op.cit.*, P 10.

معامله (مصوبه ۱۳۸۸/۰۵/۰۵)؛ اوراق استصناع (مصوبه ۱۳۸۸/۰۵/۰۵)؛ اوراق رهنی (مصوبه ۱۳۸۸/۰۵/۰۵)؛ حق تقدم تسهیلات مسکن (مصوبه ۱۳۸۸/۱۲/۰۳)؛ اوراق مشارکت (مصوبه ۱۳۸۹/۰۷/۲۶)؛ اوراق قرض‌الحسنه (مصوبه ۱۳۹۰/۰۷/۱۱)؛ اوراق مرابحه (مصوبه ۱۳۹۰/۰۷/۱۱)؛ گواهی ارزی (مصوبه ۱۳۹۰/۱۲/۲۱)؛ اوراق اختیار معامله تبعی (مصوبه ۱۳۹۱/۰۵/۱۶)^۱ و مواردی از این دست است. باتوجه به تعریفی که قانون‌گذار از مفهوم «اوراق بهادار» ارائه نموده است و مصادیقی که تاکنون توسط شورای عالی بورس به‌عنوان اوراق بهادار اعلام شدند، توکن‌های اوراق بهادار و به‌صورت کلی توکن‌هایی را که هدف از صدور آنها جذب سرمایه برای یک طرح یا پروژه کسب‌وکاری باشد و به دارنده آن حقوق مالی قابل‌نقل و انتقال اعطا می‌کند، می‌توان مصداقی از اوراق بهادار دانست؛ هرچند که به‌جهت شمول قانونی همانند سایر مصادیق، مستلزم تصریح است. در این بین، به‌نظر می‌رسد اینکه ناشر، برای صدور توکن و عرضه عمومی اولیه آن، از بسترهای زیرساختی فناوری بلاکچین استفاده کرده باشد، تأثیری در قابلیت اطلاق مفهوم «اوراق بهادار» بر این توکن‌ها نخواهد داشت. علاوه‌براین، تعریف اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران به‌حدی گسترده است که می‌تواند حتی سایر انواع توکن‌های رمزنگاری شده را نیز دربر بگیرد. با پذیرش این استدلال، توکن‌های اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران نیز می‌توانند مشمول الزامات حاکم بر عرضه عمومی اوراق بهادار باشند و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گیرند.

علاوه‌براین و به‌عنوان مؤیدی در همین راستا می‌توان به متن الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها که توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تدوین و ابلاغ گردیده است، نیز اشاره کرد که به‌موجب آن، انتشار توکن با پشتوانه سایر دارایی‌ها و نیز توکن بدون پشتوانه از حیطة نظارت و اختیارات بانک مرکزی خارج و تابع قوانین بورس جمهوری اسلامی ایران خواهد بود. بنابراین، جز در مواردی که پشتوانه توکن، پول ملی، طلا و فلزات گرانبها

۱. سلطانی، محمد، **حقوق بازار سرمایه**، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی و سمت، ۱۳۹۵، ص ۱۹۲.

باشد، کلیه فرایندهای ناظر بر انتشار توکن‌های باپشتوانه و بدون پشتوانه مشمول نظارت‌ها و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار است. همچنین این الزامات مقرر می‌دارند که انتشار توکن با پشتوانه سایر دارایی‌ها مشمول مقررات حاکم در بورس کالای ایران است.

۴.۲.۲. مقررات قانونی حاکم بر عرضه عمومی اوراق بهادار

مهم‌ترین قانون ناظر بر بازار سرمایه ایران، قانون بازار اوراق بهادار مصوب یکم آذرماه ۱۳۸۴ است. با تصویب این قانون، بازار سرمایه ایران و اشخاص حقیقی و حقوقی فعال در این بازار، اعم از شرکت‌های کارگزار، کارگزار- معامله‌گر، سبدگردان، مشاور سرمایه‌گذاری، تأمین سرمایه و مانند آن، تحت حاکمیت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفتند. این سازمان به‌عنوان نهاد تنظیم‌گر، روابط میان اشخاص حقوقی ناشر اوراق بهادار و نیز معامله‌گران این بازار و سایر اشخاص را تنظیم می‌نماید.

عرضه اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران در دو قالب کلی عرضه خصوصی و عرضه عمومی صورت می‌گیرد. طبق بند ۲۶ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، عرضه عمومی اوراق بهادار، هرگونه عرضه اوراق بهادار از طریق فروش این اوراق به عموم مردم است. در مقابل، به موجب بند ۲۷ ماده ۱ همان قانون و در نقطه مقابل آن، عرضه خصوصی، فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذار نهادی است. مهم‌ترین تفاوت‌های میان این دو قسم از اقسام عرضه مندرج در این قانون عبارت‌اند از:

۱. لزوم فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های خصوصی و ممنوعیت مشارکت عموم مردم در این نوع از عرضه (بند ۲۷ ماده ۱)؛
۲. لزوم ثبت اوراق بهادار نزد سازمان در عرضه عمومی در بازار اولیه (ماده ۲۰)؛
۳. تکلیف ناشر به ارائه تقاضای ثبت اوراق بهادار به همراه بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی جهت اخذ مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار (ماده ۲۲)؛
۴. معافیت اوراق بهادار عرضه‌شده در عرضه خصوصی از ثبت نزد سازمان (بند ۳ ماده ۲۷)؛ هرچند الزامی به ثبت اوراق بهادار معاف از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار

وجود ندارد، قانون‌گذار ناشر این دسته از اوراق را ملزم می‌دارد تا مشخصات و خصوصیات، نحوه و شرایط فروش آن را طبق شرایطی که سازمان تعیین می‌کند، گزارش نماید.

۵. جرم‌انگاری انتشار آگهی یا اعلامیه پذیرهنویسی به منظور عرضه عمومی اوراق بهادار بدون رعایت مقررات مندرج در قانون بازار اوراق بهادار (بند ۴ ماده ۴۶).

مقصود از سرمایه‌گذار نهادی شخصی است که به صورت حرفه‌ای و به‌عنوان متخصص، اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌کند و نیازمند حمایت‌های معمول سازمان بورس و اوراق بهادار نیست. از این‌رو، عرضه اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران نهادی با دشواری‌ها و سخت‌گیری‌های به مراتب کمتری همراه است. مهم‌ترین اثر عرضه خصوصی اوراق بهادار معافیت از ثبت نزد سازمان و خروج از نظارت این نهاد تنظیم‌گر است. با توجه به خاص بودن معافیت از ثبت اوراق بهادار عرضه‌شده در عرضه‌های خصوصی و عام بودن مقررۀ مندرج در بند «الف» ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و سیاسی جمهوری اسلامی ایران و نظر به اینکه عام مؤخر، خاص مقدم را نسخ نمی‌نماید، لذا به‌رغم عام بودن قاعدۀ مقرر در ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، استثنائات مندرج در ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار همچنان به قوت و اعتبار خود باقی است. به عبارت دیگر، ماده ۲۷ یادشده مخصیص ماده ۹۹ مزبور است. با همه این اوصاف، طبق ماده ۳ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار ناشر معاف از ثبت اوراق بهادار، باید مشخصات اوراق و نحوه انتشار و شرایط توزیع و فروش آن را طبق شرایطی که سازمان تعیین می‌کند، به اطلاع سازمان برساند و سازمان موظف است پس از تکمیل مدارک توسط ناشر، نظر مکتوب خود را در خصوص معافیت یا عدم معافیت از ثبت اعلام نماید.^۱ بدین ترتیب، عرضه اوراق بهاداری که می‌تواند از شمول مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار خارج باشد، عرضه‌ای است که در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی با

۱. سلطانی، محمد، منبع پیشین، صص ۸۰-۷۴.

شاخصه‌های مقرر در فوق تحقق یافته باشد. علاوه بر این، ماده ۳ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مقرر می‌دارد: «غیر از موارد مندرج در بندهای ۱ و ۲ ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار، اعلام معافیت یا عدم معافیت از ثبت اوراق بهادار توسط سازمان بورس و اوراق بهادار انجام می‌پذیرد».

همان‌طور که پیش‌تر دیده شد، قانون دیگری که درخصوص موضوع الزام به ثبت اوراق بهادار به منظور عرضه عمومی احکامی را بیان می‌دارد، قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران است که در بند «الف» ماده ۹۹ خود اشعار می‌دارد: «الف - کلیه اشخاصی که تاکنون نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده‌اند، حداکثر ظرف شش ماه پس از ابلاغ این قانون مکلف‌اند نسبت به ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام نمایند. عدم ثبت، تخلف محسوب می‌شود، لیکن مانع از اجرای تکالیف قانونی برای ناشر اوراق بهادار نخواهد بود. ناشران اوراق بهادار ثبت‌شده نزد سازمان مذکور باید اطلاعات مالی خود را براساس ترتیبات مقرر در ماده (۴۵) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران منتشر نمایند».

بادر نظر گرفتن جایگاه و موقعیت مقررات‌گذار بازار اوراق بهادار ایران، می‌توان اهدافی مانند ارتقای شفافیت عملکرد ناشران توکن‌های اوراق بهادار، مقابله با مسئله عدم تقارن اطلاعات از طریق الزام به رعایت انواع مختلفی از دستورالعمل‌های مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار، مانند دستورالعمل حاکمیت شرکتی مصوب ۱۳۹۷ یا دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶، مقابله با حباب‌های قیمتی از طریق سازوکارهای مختلف کشف قیمت موجود در عرضه‌های عمومی مانند شرایط مقرر در دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶ و انواع دستورالعمل‌های نظارتی حاکم بر ناشران را برشمرد تا این نگاه تقویت شود که در نظام حقوقی ایران نیز حمایت از سرمایه‌گذاران خرد و غیرنهادی و جلوگیری از اتلاف اموال و دارایی‌های آنها و مقابله با هرگونه عملیات مالی مجرمانه،

مانند عرضه‌های متضمن کلاهبرداری یا اعمال پول‌شویی، مستلزم «ورقه بهادار» تلقی کردن انواع توکن‌هایی است که برای تأمین مالی به صورت عمومی منتشر می‌گردد. با این اوصاف، به نظر می‌رسد که عرضه عمومی سکه/اولیه توکن‌های اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران تابع قوانین و مقررات لازم‌الاجرا و حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار باشد و مشمول نظارت‌های نهاد رگولاتور این بازار، یعنی سازمان بورس اوراق بهادار قرار گیرد. هرچند که تا لحظه نگارش این مقاله، درخصوص توکن‌های رمزنگاری شده و عرضه عمومی آنها مصوبه یا مقرره‌ای تصویب و ابلاغ نشده است، این طور می‌نماید که اگر شرکتی تصمیم داشته باشد تا نسبت به صدور و انتشار توکن‌های رمزنگاری شده برای جذب سرمایه اقدام کند، به گونه‌ای که خریداران از حقوقی مشابه حقوق سهام‌دار بهره‌مند گردند، لازم است از مقررات حاکم موجود برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار پیروی نماید؛ در غیر این صورت مشمول ضمانت‌اجراهای قانونی خواهد بود؛ مگر اینکه بتواند یکی از جهات معافیت از ثبت را اثبات نماید. در هر صورت، حتی اگر سازوکار عرضه توکن‌های رمزنگاری شده، عرضه خصوصی و در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی باشد، همچنان الزامات سازمان بورس اوراق بهادار در عرضه‌های خصوصی باید رعایت گردد.

نتیجه‌گیری

امروزه استفاده از توکن‌های رمزنگاری شده به عنوان روشی برای جذب سرمایه و تأمین منابع مالی در حال رشد و گسترش است. فناوری بلاکچین این امکان را برای ناشران توکن‌ها به وجود آورده است تا در سراسر دنیا، نسبت به عرضه عمومی اولیه این توکن‌ها و فروش آن به علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در حوزه رمزارزهای دیجیتال اقدام کنند. از جمله انواع این توکن‌ها، توکن‌های اوراق بهادار هستند که به دارنده خود این امکان را می‌دهند تا از حقوقی مانند سهام برخوردار باشند. از جمله اینکه بتوانند از سود حاصل از فعالیت شرکت ناشر متناسب با درصد توکن‌های خریداری شده بهره‌مند گردند یا آنکه در فرایندهای مدیریت شرکت ناشر، از طریق اعمال حق رأی خود مشارکت کنند. مخاطراتی

که در فرایند عرضه عمومی سکه/اولیه توکن‌های رمزنگاری شده وجود دارد و موضوعاتی مانند عدم شفافیت، عدم تقارن اطلاعات و نیز حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، خاصیت ویژه فناوری بلاکچین و ویژگی‌های دفتر کل توزیع‌شده و عدم تمرکز آن و مهم‌تر از همه نظم عمومی اقتصادی حاکم بر بازارهای مالی، سبب شده است که در نظام‌های حقوقی مختلف، از جمله در نظام حقوقی آمریکا، مقام‌های قانونی مانند کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا، عرضه اولیه و نشر این توکن‌ها به عموم مردم را مشمول مقررات قانونی حاکم بر اوراق بهادار کنند. در نظام حقوقی ایران، تا تاریخ نگارش این مقاله، درخصوص نحوه عرضه عمومی این توکن‌ها، مقرره‌ای وضع نشده است؛ اما از قدر متیقن الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها مصوب بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، می‌توان لزوم نظارت و مداخله سازمان بورس اوراق بهادار را استنباط نمود. علاوه بر این، با توجه به مفهوم موسع اوراق بهادار در نظام حقوقی ایران، توکن‌های اوراق بهادار که برای دارنده آن متضمن منافع مالی است و در ماهیت برای دارنده آنها حقوقی مشابه حقوق سهام‌دار ایجاد می‌کنند، می‌توانند مشمول اطلاق تعریف اوراق بهادار قرار گیرند که تنها در صورت به‌کارگیری روش‌های معافیت از الزامات ثبت مانند عرضه خصوصی از لزوم ثبت توکن رمزنگاری شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار معاف هستند؛ هرچند در عرضه خصوصی نیز همچنان الزاماتی مانند گزارش‌دهی به سازمان بورس پابرجاست. بنابراین به نظر می‌رسد که در نظام حقوقی ایران نیز عرضه عمومی توکن‌های اوراق بهادار یا توکن‌هایی که برای دارنده آنها حقوقی شبیه سهام‌دار یک شرکت ایجاد می‌کنند، مشمول قوانین و مقررات حاکم در بازار اوراق بهادار و تحت نظارت این سازمان است.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. سلطانی، محمد، **حقوق بازار سرمایه**، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی و سمت، ۱۳۹۵.

دستورالعمل

۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، معاونت فناوری‌های نوین اداره نظام‌های پرداخت، **الزامات و ضوابط حوزه رمزارزها**، تهران، ۱۳۹۷.

ب) منابع انگلیسی

Books

- 3.Zetzsche, Dirka, P. Buckley, Ross, W. Arner, Douglas, "The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators", *Law Working Paper*, Faculty of Law, Economics and Finance, 2017, pp 1-39.
- 4.Board of the Bank of Lithuania, "Guidelines On Security Token Offering", Approved by Resolution No. 03-188, 2019, pp 1-40.
- 5.Catalini, Christian, Gans, Loshua, "Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens" 2019, pp 1-37.
- 6.Chamber of Digital Commerce, Token Alliance, "Understanding Digital Tokens: Market Overviews and Proposed Guidelines for Policymakers and Practitioners", 2018, pp 1-108.
- 7.Clifford Chance, "Security Token Offerings: The Shape of Regulation Across Asia – Pacific", 2020, pp 1-15.
- 8.Di Angelo, Monika, Salzer, Gernot, "Tokens, Types, and Standards: Identification and Utilization in Ethereum", Research Gate, 2020, pp 1-11.
- 9.Hacker, Phipip, Thomale, Chriss, "Crypto-Securities: ICOs, Token Sales and Crypto currencies under EU Financial Law", pp 1-45.
- 10.Jayanti, Amritha, Belei, Bogdon, "Technology Factsheet Series: Blockchain", Harvard Kennedy School, Belfer Center for Science and International Affairs, 2020.

11. Li, Jiasum, Mann, William, "Digital Tokens and Platform Building", 2020, pp 1- 48.
12. Luis, Oliveira, Liudmila, Zavolokina, et al, "To Token or not to Token: Tools for Understanding Blockchain Tokens", University of Zurich, Zurich Open Repository and Archive, 2018, pp 1-17.
13. Momtaz, Paul, "Initial Coin Offerings", UCLA Anderson School of Management, 2020, pp 1-30.
14. Raskin, Max, "The Law and Legality of Smart Contracts", George Town Law Technology Review, Vol. 1:2, 2017, pp 305-341.
15. Rohr, Jonathan, Wright, Aaron, "Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets", 2018, pp 1-115.
16. Shelhar Sarmah, Simanta, "Understanding Blockchain Technology", *Computer Science and Engineering*, Vol. 8(2), 2018.
17. SIFMA, "Security Tokens: Current Regulatory and Operational Considerations for Broker-Dealers and a Look Towards the Future", 2020, pp 1-30.
18. Stephanie, Darko, Sahin, Orkan and others, "Tokenization of Assets", *EY*, Vol.1.
19. Think Block Tank, "The Regulation of Tokens in Europe", Ver 1.0, 2019.
20. Yaga, Dylan, Mell, Peter, Roby, Nik, et al, "Blockchain Technology Overview", National Institute of Standards and Technology, U.S. Department of Commerce, 2018, pp 1-57.

Persian Resources in English

Book

1. Soltani, Mohammad, Capital Market Law, Tehran, SHAHID BEHESHTI UNIVERSITY and SAMT Publication, 1395

Directive

2. Central Bank of I.R.I, Deputy of New Technologies of the Department of Payment Systems, Requirements and Regulations of Cryptocurrencies, Tehran, 1397

A Legal Introduction to Crypto Tokens ICO Through Blockchain Technology

Shahrzad Haddadi*
Mostafa Mozafari**

Abstract

Today, financing methods are evolving regularly. Therefore, the complexity and difficulties of existing procedures as well as legal limitations to raise fund by current mechanisms caused new emerging ways, which are issuing and publicly offering crypto tokens using Blockchain as underlying technology. The nature of this technology that employs distributed ledgers and its specific decentralized feature facilitate fund raising process and financing issues for entrepreneurs and companies in a public way by people and individuals. One kind of these tokens that is called security tokens entail Securities especial characteristics due to reservations like rights and profits of its owner and risks the subscribers are facing which raise the necessity of compliance with Securities Initial Public Offering rules as well as regulations. in this Article, we will study governing regulation of crypto tokens through Blockchain technology by findings from Iran and USA legal system through descriptive analytic method.

Keywords:

Financing, Crypto Tokens, Blockchain Technology, Security Token, ICO.

* Phd, Private Law Dept, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (Corresponding Author) sh.haddadi.law.s@gmail.com

** Phd, Private Law Dept, Faculty of Law & Political Sciences, University of Tehran, Tehran, Iran. hoghoogh.m@gmail.com