

## صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری «مطالعه مقایسه‌ای با بازار سرمایه آمریکا»

سعید حبیبی\*

استاد گروه حقوق خصوصی و اسلامی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران،

تهران، ایران

ندا خوان زاده

دانشجوی دکتری، حقوق تجارت و سرمایه گذاری بین‌الملل دانشکده حقوق و علوم

سیاسی دانشگاه تهران، تهران، ایران

حسین جواهری محمدی

دانش‌آموخته دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران،

تهران، ایران

### چکیده

تجاری‌سازی اموال فکری از مشکلات همیشگی مالکان این دارایی‌هاست، بنابراین استفاده از روش‌های جدید به‌ویژه تأمین نقدینگی از طریق اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری همواره مورد توجه بوده است. نوشتار حاضر با استفاده از روش تحلیلی-توصیفی و مطالعه تطبیقی ضمن بررسی جنبه‌های حقوقی تبدیل دارایی‌هایی فکری به اوراق بهادار، در پی پاسخگویی این پرسش است که آیا بنابر ظرفیت حقوق داخلی امکان استفاده از این روش وجود دارد و اینکه برای کدام دسته از اموال فکری، ظرفیت بیشتری در تأمین مالی با این روش وجود دارد و چالش‌های حقوقی موجود کدام است؟ در نهایت ملاحظه شد ضمن تأیید امکان تبدیل اموال فکری به اوراق بهادار، انتشار اوراق بهادار مبتنی بر اختراعات و علامت‌های تجاری در ایران ظرفیت اجرایی بالایی دارد، لیکن برقراری الزامات قانونی به‌منظور ارزش‌گذاری دقیق و الزام به استفاده از خدمات مؤسسات اعتباری، امری اجتناب‌ناپذیر است و به تدوین برخی مقررات الزام‌آور نیاز دارد.

واژگان کلیدی: حق اختراع، حق تألیف، صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری، علامت تجاری، فرانشیز، قرارداد ليسانس.

Email: habiba@ut.ac.ir

\*نویسنده مسئول

تاریخ دریافت: ۱۷ خرداد ۱۴۰۰، تاریخ تصویب: ۲۶ مهر ۱۴۰۱

DOI: 10.22059/JLQ.2022.323029.1007537

© University of Tehran

### ۱. مقدمه

در گذشته اقتصاد و حقوق مالکیت بر مبنای دارایی‌های فیزیکی استوار بود، لیکن امروزه انواع دارایی‌های فکری به دارایی‌های بنیادین در دنیای مدرن تبدیل شده‌اند ( world intellectual property indicators, 2020: 4)، تا آنجا که دارایی‌های فکری امروزه از عوامل مهم تولید ناخالص داخلی کشورهای توسعه‌یافته محسوب می‌شوند (Cypher, 2008: 313). با توجه به اهمیت این محصولات و نقش کلیدی آنها در تولید ناخالص و رشد اقتصادی کشورها، بدیهی است که سرمایه‌گذاری بر پروژه‌های مبتنی بر دارایی‌های فکری بسیار جذاب است و همین مسئله اقتصاددان‌ها و فعالان بازارهای پول و سرمایه را بر آن داشته است که به طراحی روش‌های متنوع برای تأمین مالی پروژه‌های مبتنی بر دارایی‌های فکری بپردازند.

قراردادهای سنتی ناظر بر بازار دارایی‌های فکری که معروف‌ترین و کاربردی‌ترین آنها قرارداد لیسانس است و نیز سایر قراردادهای دیگر مانند فرانسیز و قراردادهای مستقیم، از جمله راهکارهای قراردادی دستیابی به منابع مالی برای مالک دارایی فکری است، ولیکن این قراردادها نه تنها همه ظرفیت‌های موجود برای تأمین مالی این محصولات را پوشش نمی‌دهند، بلکه اختیارات و آزادی عمل مالک دارایی فکری را بسیار محدود می‌سازند. این در حالی است که بازارهای سرمایه امروزه از مهم‌ترین بخش‌های هر اقتصادند و در صورت اتخاذ روش‌های مناسب، سبب انتقال سرمایه‌های پراکنده به بخش مولد اقتصاد می‌شوند (عبده تبریزی، ۱۳۹۸: ۵۹). استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری<sup>۱</sup> از ابزارهای نسبتاً نوین تأمین مالی و فرایندی است که طی آن، دارایی خاصی از سایر دارایی‌ها و ترازنامه مالک یا بانی آن جدا گردیده، سپس در قالب اوراق بهادار منتشر شده و در اختیار سرمایه‌گذارانی قرار داده می‌شود که تمایل به خریداری این اوراق دارند (Guixia, 2014: 63). این روش تأمین مالی از اواسط دهه ۱۹۹۰ به حوزه مالکیت فکری نفوذ کرده است و به موجب آن امکان تخصیص سرمایه برای فعالیت‌های اقتصادی مبتنی بر دارایی‌های فکری فراهم می‌شود و این فرایند به تسهیل تجاری‌سازی محصولات فکری کمک شایانی می‌کند.

با توجه به اهمیت روزافزون دارایی‌های فکری و لزوم تشویق هرچه بیشتر خلاقیت در محیط تولید و کسب‌وکار و تسهیل فرایند تجاری‌سازی این دارایی‌ها و همچنین نظر به ظرفیت بالای آن در مقایسه با بازار دارایی‌های سنتی، انجام تحقیقات در این زمینه و مقایسه شرایط حاکم بر اقتصاد و بازار سرمایه ایران با کشورهای دارای سابقه موفق در این زمینه، امری ضروری و بدیهی است. به‌رغم اهمیت موضوع، پژوهش‌های صورت‌گرفته در این زمینه کافی

---

1. Securitization.

نیست و عملکرد ضعیف «بورس ایده»<sup>۱</sup> در بازار سوم فرابورس نشان از ضرورت تحقیقات بیشتر و بنیادین در پیاده‌سازی این روش تأمین مالی دارد. از جمله تحقیقات صورت‌گرفته در این زمینه مطالعه اصول حقوقی حاکم بر بازار بین‌المللی اموال فکری آمریکا و قابلیت اعمال آنها بر بازار ایران است که در سال ۱۳۹۸ توسط حبیبیا و جواهری محمدی صورت گرفته است که با توجه به اینکه تمامی روش‌های اتخاذی معاملات در بازار دارایی فکری ایران را به‌اجمال بررسی کرده، بر روش صدور اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری تمرکز نشده است. در پژوهش باقری و رنجبر زواره در خصوص تأمین مالی اموال فکری، بیشتر بر روش‌های ارزش‌گذاری حق اختراع تکیه شده و در خصوص تأمین مالی سایر اموال فکری از این طریق، به‌رغم وجود ظرفیت فراوان، تحقیقی صورت نگرفته است. در مقاله سید عباس موسویان و همکاران، نیز به معاملات شایع و سستی این محصولات پرداخته شده و نسبت به روش‌ها و ابزارهای نوین مالی ساکت است. بر همین بنیاد، پژوهش حاضر با تمرکز بر بررسی این ابزار مالی یعنی تبدیل کردن به اوراق بهادار و امکان به‌کارگیری آن در رابطه با محصولات مبتنی بر اموال فکری، در بازار ایران نگاشته شده است.

با توجه به خلأ موجود و نیاز بازار، این پژوهش به بررسی جنبه‌های حقوقی اختصاصی صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در مقایسه با آمریکا می‌پردازد و در پی پاسخگویی به این پرسش‌هاست که استفاده از این ابزار چگونه به رشد اقتصادی کشور کمک خواهد کرد؟ و هر کدام از دارایی‌های فکری، چه ظرفیت‌هایی برای انتشار اوراق بهادار به اتکای آنها دارند؟ فرضیه اثبات‌شده در این تحقیق آن است که اتخاذ راهکارهای مناسب و اطلاع‌رسانی کافی، در این زمینه سبب انتقال سرمایه‌های پراکنده به بازار اولیه و بخش مولد اقتصاد خواهد شد، لیکن زیرساخت‌های حقوقی و حمایتی کافی در این زمینه وجود ندارد و ایجاد مؤسسات تخصصی اعتبارسنجی و ارزش‌گذاری با روش‌های اختصاصی برای تخمین دقیق‌تر جریان نقدی آتی دارایی‌های فکری، از ملزومات موفقیت این روش تأمین مالی است. افزون‌بر این می‌بایست با ایجاد الزامات حقوقی لازم و تدوین دستورالعمل، جایگاه و اهمیت این مؤسسات، به‌درستی جانمایی شود. از سوی دیگر حمایت بیشتر و اعمال سختگیری‌های اجرایی در زمینه نقض حقوق مالکیت فکری نیز برای موفقیت این روش در بازار ایران اجتناب‌ناپذیر است. این نوشتار در سه بخش تدوین شده است؛ در بخش اول، آن دسته از دارایی‌های فکری که ظرفیت تبدیل به اوراق بهادار کردن، دارند بررسی می‌شود، در بخش دوم ضمن بیان سازوکار این روش تأمین مالی، عناصر و روابط حقوقی آن به‌اجمال بیان شده و در بخش سوم، ضمن بیان

۱. بورس ایده بعدها به بازار دارایی‌های فکری تغییر نام داد.

تجارب عملی در آمریکا و تحلیل نقایص آنها، پیشنهادهای عملی در جهت موفقیت این روش تأمین مالی و پر کردن خلأهای کنونی بیان خواهد شد.

## ۲. ظرفیت انواع دارایی‌های فکری برای صدور اوراق بهادار مبتنی بر آنها

به‌منظور تبیین سازوکار صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری، در ابتدا باید ظرفیت هر یک از دارایی‌های فکری برای ابتدای اوراق بهادار بر آنها بررسی شود و در ادامه ضمن بررسی سازوکار فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن، ویژگی‌های خاص آن در زمینه دارایی‌های فکری تبیین خواهد شد.

با توجه به تقسیم‌بندی کلی حقوق مالکیت فکری به دو دسته مالکیت ادبی و هنری و مالکیت صنعتی، در این قسمت نیز بررسی ظرفیت استفاده از اموال فکری برای صدور اوراق بهادار مستنظر به آنها در دو بخش ارائه می‌شود.

### ۲.۱. ظرفیت دارایی‌های فکری برای انتشار اوراق بهادار

تبیین میزان ارزش ذاتی و تخمین جریان درآمدی ناشی از دارایی‌های فکری امری ضروری است، چراکه در جریان انتشار اوراق بهادار بر مبنای دارایی‌های فکری، پیش‌بینی جریان نقدی آتی از اهمیت بسزایی برخوردار است. اصولاً برای اعتبارسنجی به جریان نقدی آتی توجه خواهد شد، بر همین بنیاد در این بخش، ظرفیت برخی از محصولات فکری برای ایجاد جریان درآمدی و شرایط حاکم بر آنها بررسی خواهد شد.

#### ۲.۱.۱. انتشار اوراق بهادار بر مبنای حقوق مالکیت ادبی و هنری و حقوق مرتبط

به‌طور کلی هدف قوانین مالکیت ادبی و هنری و تئوری‌های مختلف برای توجیه آن، ایجاد انگیزه در خلق آثار اصیل بر پایه دانش، هنر یا ابتکار است. تبدیل به اوراق بهادار کردن حقوق مالکیت ادبی و هنری نیز بی‌تردید در راستای همین هدف است، چراکه به پدیدآورنده، راه جدیدی برای انتشار اثرش نشان می‌دهد. شایان ذکر است که این روش تأمین مالی بیشتر برای صنعت فیلم و موسیقی شایع بوده و برای محصولات قابل اعمال است که انتظار موفقیت چشمگیری از بهره‌برداری آن محصول می‌رود (Zhang, 2007: 24). صنعت فیلم و سینما، ظرفیت بالایی برای استفاده از این روش تأمین مالی دارد. جریان درآمدی مورد انتظار در این صنعت از فروش بلیت در گیشه، نمایش خانگی، فروش دی‌وی‌دی‌ها، تبلیغات میان فیلم‌ها و سریال‌ها و فروش بین‌المللی پس از اکران قابل دستیابی است. برای به حداقل رساندن ریسک سرمایه‌گذاران، تنها بر پایه فیلم‌ها و سریال‌هایی می‌توان اوراق بهادار منتشر کرد که مراحل

پایانی تولید را می‌گذرانند یا سریال‌هایی که دوره اول آنها با موفقیت به پایان رسیده است. به دلیل هزینه‌هایی که این روش به همراه دارد منطقی‌تر آن است که تمامی فیلم‌های در حال ساخت توسط یک استودیو در فرایند صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری وارد شوند. با این روش، سرمایه‌گذار نمی‌تواند تنها فیلم‌های موفق را انتخاب کند و در نتیجه ریسک فیلم‌هایی با پتانسیل موفقیت پایین‌تر نیز در کل مجموعه اوراق بهادار توزیع می‌شود و این عملکرد وضعیت تخصیص ریسک را بهبود خواهد بخشید (Bitton & Solomon, 2015: 146). در صنعت موسیقی نیز، امکان تأمین مالی آلبوم‌ها از این طریق وجود دارد و به‌ویژه در مواردی که استودیوهای موسیقی، تمامی عملیات ساخت آلبوم‌ها را بر عهده دارند و حقوق فکری ناشی از آلبوم‌ها هم متعلق به آنهاست. در این حالت نیز استودیوها می‌توانند جریان درآمدی آتی ناشی از چند آلبوم و چندین خواننده را به اوراق بهادار تبدیل کنند و از این طریق تا اندازه‌ای ریسک فروش کم چند آلبوم را نیز توزیع کنند. نکته حائز اهمیت در این روش برای تأمین نقدینگی آن است که با توجه به اینکه فیلم و موسیقی هر دو از آثار جمعی‌اند، در خصوص مالکیت آنها چالش‌هایی وجود دارد و در هر حال پیش از هرگونه اقدام عملی باید وضعیت مالکیت این آثار روشن شده و این حقوق یا حداقل حق بهره‌برداری انحصاری از آنها به ناشر اوراق منتقل شود. به‌طور کلی قراردادهای انتشار آثار موسیقی و شرایط آنها به ترکیب مالکیت یک اثر وابسته است. برای مثال قراردادهای میان ترانه‌سرا و ناشر، می‌تواند ناظر بر کل آلبوم یا تنها یک تک‌آهنگ آن باشد. به‌عنوان رویه‌ای عمومی و غالب معمولاً ناشران آثار موسیقی همه حقوق مادی ترانه‌های نویسنده آهنگ‌ها را برای همه عمر تحت حمایت حقوق مالکیت فکری، به خود منتقل می‌کنند، هرچند این رویه مانع از آن نیست که به موجب شروط قراردادی این حقوق برای مدت محدود و معین به ناشر منتقل شود (Tschmuck, 2009: 36). در یک قرارداد انتشار آثار موسیقی علاوه بر حقوق مالکیتی که به موجب قرارداد ليسانس یا انتقال اخذ می‌شود، حقوقی همچون انجام عملیات اشتقاقی همانند میکس کردن آثار، استفاده از آنها برای فیلم یا سریال خاص، نمایش آثار در تبلیغات و حق انتقال و تغییر شکل انتشار آثار با فناوری‌های جدیدتر<sup>۱</sup> نیز گرفته شده که اصولاً همه حقوق متصوره برای یک اثر به استودیو یا ناشر موسیقی منتقل می‌شود.

با لحاظ موارد یادشده به‌نظر می‌رسد که انتشار اوراق بهادار بر مبنای حقوق مالکیت ادبی و هنری و حقوق مرتبط، روش مفیدی برای تأمین نقدینگی است. این روش بیشتر در صنعت فیلم و موسیقی اعمال شده و در مورد سایر آثار مختص آن آثاری است که آنقدر موفق باشند

۱. برای مثال تغییر شکل انتشار از نوارهای کاست به سی‌دی، دی‌وی‌دی و فلش که با پیشرفت فناوری برای آثار قدیمی قابل تصور است.

که جریان نقدی آتی را تضمین کنند. افزون بر این درحالی که قراردادهای سنتی در زمینه حقوق مالکیت فکری مانند لیسانس، مستلزم تعهد طولانی مدت پدیدآورنده یا انتقال تمامی حقوق مادی وی است، با تبدیل به اوراق بهادار کردن، پدیدآورنده می تواند حقوق مالکیت خویش و مدیریت بر آن را حفظ کرده و تنها انتقال موقت جریان های نقدی آتی ناشی از مالکیت فکری را در جهت مطابقت با نیازهای خویش، تعهد کند. با توجه به تجربه های موفق در این زمینه متوجه می شویم که این روش برای پدیدآورندگان و صاحبان حقوق مرتبط تازه کار که محبوبیت و شهرت کافی ندارند، به تنهایی مناسب نیست و تنها در شرکت با چند پدیدآورنده یا صاحبان حقوق مرتبط موفق در یک سبد می توانند این روش را به کار گیرند، به علاوه انتشار اوراق بهادار برای آن دسته از آثاری که بازار محدود و کوچک تری دارند نیز مناسب نیست (Jinhui, 2014: 54). همچنین به رغم تمرکز تجربه های موفق در صنعت فیلم و موسیقی، به نظر نمی رسد که استفاده از این روش تأمین مالی مختص به این صنعت باشد، بلکه این سازوکار در هر موضوعی که بتواند جریان نقدی آتی را پیش بینی و تضمین کند، قابل استفاده است.

#### ۲.۱.۲. انتشار اوراق بهادار بر مبنای مالکیت صنعتی

انتشار اوراق بهادار مبتنی بر دارای فکری در حوزه حقوق مالکیت صنعتی نیز متصور است که در دو بخش علائم تجاری و اختراعات بررسی می شود.

##### ۲.۱.۲.۱. انتشار اوراق بهادار بر مبنای علائم تجاری

در نیمه دوم سده بیستم تغییرات عمده ای در محدوده حمایتی علامت تجاری ایجاد شد و با افزایش ارزش علامت های تجاری، حمایت های قانونی از آنها هم گسترش یافت. به طور سنتی مالک یک علامت تجاری می تواند مانع فعالیت سایر تجاری شود که کالاها و خدماتشان را با علامتی یکسان یا مشابه با علامت تجاری او عرضه می کنند. علامت های تجاری به طور انحصاری توسط دارندگان - یا افرادی که به موجب قرارداد لیسانس یا فرانسیز یا سایر قراردادهای حق بهره برداری از آنها را دارند- استفاده می شوند. بنابراین، این روش تأمین مالی برای علامت های تجاری معروف و شناخته شده در ذهن مشتریان مناسب به نظر می رسد و اغلب برای گسترش فعالیت آن علامت، تأسیس شعبه جدید، افزودن به زنجیره قبلی و ورود به بازارهای جدید به کار می رود.

##### ۲.۱.۲.۲. انتشار اوراق بهادار بر مبنای اختراعات

چنانکه خواهیم دید تجاری در دنیا در خصوص صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی های فکری وجود دارد؛ لکن در خصوص امکان سنجی صدور اوراق بهادار مبتنی بر اختراعات در ایران،

ابتدا باید به دو نکته توجه شود؛ یک، مقوله مال‌انگاری اختراعات است که خود، ذیل مفهوم «کالا‌انگاری دارایی‌های فکری»<sup>۱</sup> بحث می‌شود. مراد از کالا‌انگاری دارایی‌های فکری، پذیرش مالیت دارایی‌های فکری و متعاقباً تجویز معامله آنها در چارچوب‌ها و موازین حاکم بر نظام حقوقی است، هرچند در نظام حقوقی ما، واژه‌ی کالا‌انگاری یا شیء‌انگاری<sup>۲</sup> در حوزه مالکیت فکری، چندان در ادبیات ناظر بر مبانی این گرایش از حقوق، استفاده نشده است؛ ولی به لحاظ مفهومی، به نظر می‌رسد از منظر قانونی، تردیدی برای پذیرش مشروعیت حقوق مالکیت فکری به معنی کالا‌انگاری دارایی‌های فکری و پذیرش قابلیت معامله آن در نظام حقوقی ما وجود ندارد. دکتین نیز از منظرهای مختلف مانند تحلیل اقتصادی، بررسی‌های فقهی و امکان‌سنجی‌های قانونی، در این میان نقش مؤثری ایفا کرده است، به طوری که امروزه کمتر کسی در فضای حقوقی کشور در اصل مشروعیت حقوق مالکیت فکری تردید می‌کند و در صورت تشکیک علمی نیز، منابع غنی بسیاری دال بر پذیرش و اثبات مشروعیت نظام حقوق مالکیت فکری از جنبه‌های مختلف حقوقی، اقتصادی و فقهی، قابل دسترس است که همگی دال بر تجویز کالا‌انگاری دارایی‌های فکری است.

نکته بعدی مقوله امکان‌سنجی «اوراق بهادارسازی اموال فکری»<sup>۳</sup> در نظام حقوقی ایران است که در بخش بعد ذکر خواهد شد. منظور از اوراق بهادار اموال فکری به طور کلی آن است که مالک دارایی فکری، حقوق ناشی از اموال فکری خود را در قالب مطالباتی (مثل حق امتیاز) به موجودیت و هویت دیگری تبدیل می‌کند و در چرخه انتشار اوراق بهادار، سرمایه از بین سرمایه‌گذاران بازار عبور می‌کند و درآمد حاصل از آن را به صاحب اموال فکری بازمی‌گرداند (Medansky & Keith, 2005: 10). اوراق بهادار انواع مختلفی دارد که نوعی از آن فاقد پشتوانه به وسیله دارایی دیگر است و نوعی هم دارای پشتوانه به وسیله دارایی دیگر است. این پشتوانه می‌تواند دارایی‌های مختلف اعم از ملموس و غیرملموس از جمله اموال فکری باشد. پس در صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری، این اموال فکری با درآمد آتی حاصل از آنهاست که به عنوان پشتوانه اوراق بهادار قرار می‌گیرند.

چنانکه در بخش تجارب ایالات متحده خواهیم دید، در واقع مؤسسان بازار بین‌المللی دارایی فکری نیز، از میان روش‌های تأمین مالی برای تجاری‌سازی اختراعات، مانند سرمایه‌گذاری‌های مستقیم توسط مخترعان، یا اعطای وام یا استفاده از خدمات مشابه

---

1. Commoditization of Intellectual Property.  
2. Commoditization.  
3. Securitization of Intellectual Property.

سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر<sup>۱</sup>، سراغ استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر اختراعات یا اوراق بهادار کردن اختراعات رفتند.

### ۳. بررسی عناصر و روابط فرایند صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری

در این قسمت به بررسی فرایند صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری خواهیم پرداخت و عناصر و روابط حقوقی این روش بیان خواهد شد.

#### ۳.۱. فرایند صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری و عناصر آن

صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری فرایندی است که در آن ابتدا دارایی‌های موردنظر از سایر دارایی‌های اشخاص جدا و مالکیت آن به شرکتی خاص که به همین منظور تأسیس شده منتقل می‌شود. سپس بر مبنای جریان درآمدی آتی ناشی از این دارایی، اوراق بهادار منتشر شده و به سرمایه‌گذاران فروخته خواهد شد (دهقان نیستانی و صادقی، ۱۳۹۴: ۵۲). در این فرایند برای جداسازی دارایی موضوع اوراق بهادار، از سایر دارایی‌ها، می‌بایست یک شرکت با هدف خاص (اس پی وی)<sup>۲</sup>، تأسیس شده و آن دسته از دارایی‌های مالی که منبع جریان‌های نقدی آتی هستند، به این شرکت منتقل شوند. سپس این شرکت به پشتوانه این دارایی‌ها و با اتکا به جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده، اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و این اوراق را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. وجوه جمع‌آوری شده به متقاضی تأمین مالی پرداخت می‌شود و او می‌تواند در پروژه‌های موردنظر سرمایه‌گذاری کند. افرادی که این اوراق را خریداری کرده‌اند نیز از محل جریان‌های نقدی حاصل از آن دارایی خاص، بازدهی کسب می‌کنند.

#### ۳.۲. مبانی و سازوکار حقوقی صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری

##### ۳.۲.۱. مبانی حقوقی صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری

صرف‌نظر از برخی نظرات نادر که سهام و اوراق بهادار را مال تلقی نمی‌کنند (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۸: ۱)، بحث اصلی در خصوص ماهیت اوراق بهادار سهام، بر عین یا دین بودن آن است. در شرکت مدنی می‌توان به قطعیت، حق شریک در اعیان مشاع را حق عینی دانست. این نظر

1. Venture Capital Investment.

2. Special Purpose Vehicle (SPV).

۳. براساس این نظر، سهام مال آلی است، بدین معنا که خود مالیت ندارد و نماینده مال است. مال آلی در مقابل مال اصالی قرار می‌گیرد که اصالتاً واجد ارزش است.



در خصوص حق شریک در شرکت‌های تجارتي با این ایراد مواجه می‌شود که آورده سهامدار با تشکیل شرکت تجارتي، از دارایی وی منتزع و وارد دارایی شرکت می‌شود، از این رو این اموال متعلق به شرکت تلقی می‌شوند. بنابراین سهامدار، حق عینی بر آنها ندارد، به نحوی که برخی آن را حق دینی قلمداد کرده‌اند (ستوده تهرانی، ۱۳۹۹: ۵۶). سهامداران، مالک شرکت هستند و بدین ترتیب، متعلق حق سهامدار، جزئی از مفهوم اعتباری شرکت است. اگرچه در اینجا سهامداران مالک یک مال اعتباری و نه عین معین هستند؛ حق شرکا بر سهام خویش را بر این اساس که به طور مستقیم اعمال می‌شود و اجرای آن مستلزم انجام کاری از سوی شخص دیگری به عنوان متعهد نیست، می‌توان حق عینی محسوب کرد. سهم، مالی است اعتباری، و غیرمادی که در ازای سرمایه‌گذاری در شرکت به سهامدار اعطا می‌شود و وی را مالک بخشی از شرکت می‌سازد. در واقع سهامدار مالک شرکت است، نه طلبکار آن؛ و به سبب مالکیت بر شرکت، مجموعه‌ای از حقوق و تعهدات نسبت بدان پیدا می‌کند. این حق سهامدار بر یک مال است، و نه بر شخصی دیگر تا مشمول عنوان حق دینی شود. بر همین مبنا، در سایر اوراق بهادار نیز از جمله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری، حقوق مالک در دارایی پایه، در ورقه بهادار به عنوان حق عینی منعکس می‌شود. بنابراین در این نظر، ضمن فراتر رفتن از انحصار عین به اعیان مادی، در نظر گرفتن اوراق بهادار در گروه اموال عینی، به این معنا که هر جا حکمی بر عین بار شده است، علی‌الاصول بر ورقه بهادار نیز قابل تطبیق باشد، منطقی به نظر می‌رسد.

در تأیید این نظر از منظر تحلیل اقتصادی حقوق باید گفت، قواعد حقوق مالکیت، باید به نحوی تنظیم شوند که به توسعه اقتصادی منتهی شوند. از نظر تحلیل اقتصادی حقوق، قواعد حقوقی از جمله قواعد ناظر بر حوزه مالکیت، می‌توانند همچون اثر قیمت بر عرضه و تقاضا، بر رفتار اشخاص، اثرگذار باشند. بنابراین مهم است که مقررات و ضمانت‌اجراهای حقوقی در این زمینه به نحوی باشند که سبب ایجاد انگیزه در افراد، جهت انجام فعالیت‌های مفید اقتصادی گردند و سهولت نقل و انتقال اوراق بهادار به عنوان یک مال در این زمینه ارزیابی می‌شود (بادینی، ۱۳۸۲: ۱۰۱). مهم نیست که این حقوق در یک ورقه کاغذی متبلور شده یا دارای پایگاه الکترونیکی است؛ در هر صورت همین که این حقوق در مال دیگری به نام ورقه بهادار مستقر شده است، برای عین دانستن سهم، کفایت می‌کند (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۹۶).

در خصوص مبانی حقوقی صدور اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری اضافه می‌شود پس از شناسایی اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری به عنوان ابزار مالی جدید توسط شورای عالی بورس و اوراق بهادار، وفق مقررۀ مصوب ۱۳۹۲/۴/۳۱ این نهاد، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی

فکری براساس دستورالعملی که به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است، قابل معامله در بازار بورس و اوراق بهادار ایران شد.

متعاقباً، مطابق «دستورالعمل سپرده‌گذاری و معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در فرابورس ایران»، مصوب ۱۳۹۲/۱۰/۲۱ هیأت مدیره سازمان بورس، منظور از «اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری»، اسناد مؤید حقوق و مالکیت فکری، صادره از سوی مراجع رسمی ثبت کشور از جمله حق اختراع، علائم تجاری و طرح‌های صنعتی است که حسب تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار، اوراق بهادار قابل معامله شناخته شده‌اند.

گفتنی است دستورالعمل کمیته فقهی بورس مصوب ۱۳۹۲/۸/۸ در خصوص معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری که به‌صراحت به مشروعیت این حقوق و امکان مبادله آنها اشاره کرده است نیز گویای ظرفیت فقهی و قانونی موجود برای استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری دارد.

### ۳.۲.۲. سازوکار حقوقی صدور اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری

شرکت یا مؤسسه‌ای که می‌خواهد با این روش تأمین مالی کند (بانی)، در ابتدا باید به ناشر مراجعه کند و در مورد دارایی‌هایی که جریان‌های نقدی مورد انتظاری را در آینده می‌توان برای آنها پیش‌بینی کرد و اوراق بهادار به اتکای همین جریان‌های نقد آتی، قابلیت انتشار دارد، مذاکره کند و پس از حصول توافق، نهاد واسط اقدام به تشکیل شرکت خاص کرده و اغلب در یک قرارداد کارگزاری با موضوع انتشار اوراق بهادار و فروش آنها، با توجه به گزارش شرکت اعتبارسنجی و رتبه اعتباری لحاظ شده، اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کند. پس از انتشار این اوراق، شرکت خاص به وکالت از سرمایه‌گذاران اقدام به خرید و فروش اوراق منتشره نموده و حق‌الوکاله خود را از محل ثمن برداشت می‌کند. (تقی‌زاده و فضل، ۱۳۹۶: ۳۰۷). پس از پذیره‌نویسی اوراق، شرکت به وکالت از سرمایه‌گذاران وجوه جمع‌آوری شده را به بانی منتقل می‌کند و بانی موظف است تحت نظارت نهاد واسط، این وجوه را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که نیاز به نقدینگی داشت، هزینه کند و نظارت بر تخصیص صحیح وجوه دریافتی بر عهده نهاد واسط است. در سررسید اوراق، با محقق شدن جریان‌های نقدی مورد انتظار، بانی این وجوه را به شرکت خاص منتقل کرده و این شرکت پس از کسر کارمزد مقرر، اصل و سود اوراق را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند. شایان ذکر است که بسته به مدل طراحی شده برای این فرایند ممکن است یک نهاد قابل قبول و دارای اعتبار مالی کافی، نسبت به تعهد پذیره‌نویسی کل اوراق و ضمانت بازگشت اصل سرمایه و سود اقدام کند.

#### ۴. بیان تجارب عملی در ایالات متحده و تحلیل آنها

پس از معرفی این شیوه تأمین مالی و بررسی ظرفیت بالقوه هر دسته از دارایی‌های فکری برای تأمین مالی از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن، مطالعه پروژه‌های انجام‌گرفته و تحلیل شرایط و اوضاع و احوال خاص هر کدام، بررسی نقایص موجود و تطبیق با شرایط و مقررات داخلی، ضروری است و به شناخت دقیق و همه‌جانبه برای اتخاذ تصمیمات داخلی منجر خواهد شد. بر همین بنیاد، در این بخش مثال‌های عملی از تبدیل به اوراق بهادار کردن هر کدام از محصولات فکری بیان‌شده در بخش اول آورده و بررسی خواهد شد.

##### ۴.۱. تبدیل به اوراق بهادار کردن حق چاپ و انتشار آثار دیوید بویی<sup>۱</sup>

دیوید بویی، موسیقی‌دان، تهیه‌کننده، آهنگساز و خواننده مشهور انگلیسی و پیشگام در انتشار اوراق بهادار، به اتکای جریان نقدی مورد انتظار از فروش آثارش و تأمین مالی محصولات فکری است (Kerr, 1999: 25). وی با استفاده از این روش و از طریق انتشار و فروش اوراق قرضه منتشرشده به اتکای جریان درآمدی ۲۵ آلبوم اول خود موفق به جمع‌آوری ۵۵ میلیون دلار شد. از ویژگی‌های عمده که بی‌گمان از دلایل موفقیت بویی به‌شمار می‌رود، آن است که تمامی حقوق مادی و معنوی آثار خلق‌شده، پیش از انتشار اوراق، در مالکیت خود او بود و این موقعیت منحصربه‌فرد از تخصص بویی در ساخت، تنظیم و اجرای آثارش ناشی می‌شد. برخلاف بویی، هنرمندان رده دوم و سوم حق مالکیت و در نتیجه قدرت چانه‌زنی کمتری در مواجهه با استودیوهای تولید و ضبط و توزیع‌کنندگان آثار دارند و همین موضوع آنها را وادار به چشم‌پوشی از بخش زیادی از حقوقشان، به‌ویژه در آثار اولیه، می‌کند (Burke, 1999: 202).

روش تأمین مالی دیوید بویی از دو نظر حائز اهمیت بود؛ اول اینکه به لحاظ تاریخی، اولین بار بود که برای انتشار یک اثر موسیقی، حق امتیاز<sup>۲</sup> تعیین می‌شد؛ دوم اینکه برای نخستین بار در دنیا به اتکای جریان درآمدی از یک دارایی فکری، اوراق بهادار منتشر می‌شد. شایان ذکر است که دارایی بنیادینی که اوراق بهادار مذکور به اتکای آن منتشر شد، عبارت بود از حق امتیاز آتی ناشی از فروش و انتشار آلبوم‌های موسیقی دیوید بویی. ویژگی منحصربه‌فرد آثار بویی که تأثیر فراوانی نیز در موفقیت تأمین مالی آنها شد، آن بود که این هنرمند بخش زیادی از کارهای آلبوم‌هایش را شخصاً انجام داده بود.<sup>۳</sup> به‌طور عمومی در بازار موسیقی ایالات متحده آمریکا در غالب موارد حقوق مالکیت فکری هنرمندان بر آثار موسیقی به استودیوهای ضبط‌کننده آثار یا ناشران موسیقی منتقل می‌شود (Hitters & Van de kamp, 2010: 444). گفتنی

1. David Bowie.

2. Royalty.

۳. دیوید بویی، برخلاف بسیاری از هنرمندان شعر آثارش را خود سروده و تنظیم آهنگ‌ها را نیز خود بر عهده داشت.

است که هر کدام از حقوق یادشده برای دیوید بویی یک جریان درآمدی بالقوه و مجزا به‌همراه داشت، با این توضیح که حقوق مختلفی از حق مالکیت مشتق شده و به اتکای جریان درآمدی هر کدام امکان انتشار اوراق بهادار مجزا وجود داشت (Burke, 1999: 198). بنابراین به‌دلیل حفظ مالکیت بویی بر تمامی حقوق متصوره از آثار و با توجه به پیشینه موفق فروش آثار وی در گذشته، امکان تأمین مالی بزرگ‌تر و گسترده‌تری برایش فراهم بود.

اوراق بهادار منتشرشده برای آثار دیوید بویی، شامل بهره ثابت ۷/۹ درصد در دوره زمانی ده‌ساله بود که این اوراق به‌صورت عرضه خصوصی به یک شرکت<sup>۱</sup> فروخته شد. قوانین بازار سرمایه آمریکا به‌گونه‌ای تدوین شده است که عرضه خصوصی اوراق بهادار، بسیاری از مقدمات و تشریفات دست‌وپاگیر را حذف می‌کند. پس از گذشت سررسید اوراق و بازپرداخت اصل و سود آنها، کلیه حقوق مربوط به آثار به بویی بازمی‌گشت. خطوط اعتباری اوراق به‌گونه‌ای طراحی شده بود که اگر حق امتیاز پیش‌بینی شده برای هریک از شقوق کاهش می‌یافت، سایر حقوق و خطوط دیگر آن را جبران می‌کرد. از سوی دیگر با لحاظ معافیت مالیاتی و در نظر گرفتن سابقه فروش آثار پیشین این هنرمند، اوراق منتشره رتبه اعتباری بسیار بالایی را به خود اختصاص داد، به‌علاوه در اختیار گرفتن مبالغ جمع‌آوری شده در نتیجه فروش اوراق منتشره، به او فرصت سرمایه‌گذاری در موقعیت‌های جدید را اعطا کرد (Burke, 203).

پس از این تجربه موفق سایر هنرمندان نیز با استفاده از این روش موفق به تأمین مالی با اتکای به جریان درآمدی ناشی از آثارشان شدند. برای مثال ادی هلند<sup>۲</sup>، موسیقیدان اهل ایالات متحده، نیز با انتشار اوراق بهادار به اتکای فروش ناشی از آثار آتی توانست ۳۰ میلیون دلار کسب کند، لیکن برخلاف اوراق دیوید بویی، اوراق وی به‌وسیله استودیو ضبط، ضمانت نشده بود.

#### ۴.۲. انتشار اوراق بهادار به اتکای قراردادهای فرانسیز علامت تجاری دومینو

شرکت دومینو در سال ۲۰۰۷، با استفاده از این روش و انتشار اوراق بهادار به اتکای جریان درآمدی ناشی از قراردادهای فرانسیز، موفق به تأمین مالی به میزان ۱/۸۵ میلیارد دلار شد که تا آن زمان بالاترین مقدار نقدینگی از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های فکری بود. انتشار اوراق بهادار به اتکای جریان درآمدی از قراردادهای فرانسیز، برای صنعت رستوران‌داری، فروشگاه‌های زنجیره‌ای و صنعت تولید و توزیع غذاهای آماده و یخ‌زده، بسیار مناسب است (Tahir, M. Nasir, 2011: 18).

1. Prudential Insurance Company.  
2. Edward Holland.

تأمین مالی از طریق علامت تجاری، اغلب بر پایه قرارداد فرانسیز و جریان درآمدی مربوط به آن بنا شده که فرانسیزدهنده موتور محرکه آن است. امروزه اعطای فرانسیز، روشی مناسب برای گسترش فعالیت رستوران‌ها و هتل‌های زنجیره‌ای محسوب می‌شود که از این طریق در محدوده جغرافیایی وسیعی فعالیت دارند. در بسیاری از موارد، فرانسیزدهنده برای توسعه فعالیت و محصولات نیاز به نقدینگی دارد که جریان درآمدی مورد انتظار از فرانسیزهای اعطاشده، می‌تواند منبع قدرتمندی برای تأمین این نقدینگی باشد. گفتنی است که شرکت دومینو به طرز شایسته‌ای از این پتانسیل بهره جست و فعالیت‌های خود را گسترش داد.

بازار پیتزا در ایالات متحده آمریکا بازاری بالغ، بسیار رقابتی و رو به رشد است و تقریباً ۶۰ درصد این بازار از طریق فرانسیزها کنترل می‌شود (Vita, 2016: 59). پیتزا دومینو از برندهای معروف در این بازار و جهان است که میزان فروش سالانه این زنجیره در سال ۲۰۰۷، ۳۴ میلیارد دلار بود و این میزان طی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ افزایش چشمگیری یافت و علت عمده این افزایش نیز شلوغ شدن زندگی روزمره شهروندان آمریکا و سراسر جهان و افزایش محبوبیت فعالیت‌های خانگی بود. این تغییرات در سبک زندگی روزانه مردم سبب شد که رشد درآمد ناشی از فعالیت تحویل پیتزا در محل برای شرکت دومینو تقریباً ۳۰ درصد افزایش یابد. این شرکت از معروف‌ترین زنجیره‌ها در جهان بوده که با دارا بودن بیش از ۸۲۰۰ زیرمجموعه در تمامی ایالت‌های آمریکا و ۵۵ کشور دیگر فعالیت حرفه‌ای دارد. دومینو دارای یک جریان نقدی ثابت و قوی است که بخش زیادی از این ثبات درآمدی، ناشی از علامت تجاری معروف آن و حک شدن کیفیت در نظر مصرف‌کننده‌هاست که خود از مدیریت قوی و نظارت بر فرانسیزها ناشی می‌شود. گفتنی است که به دلیل تمرکز این شرکت بر تحویل پیتزا در محل، اصولاً رستوران‌های این زنجیره فاقد ساختمان‌های بزرگ و دارایی‌های ملموس بود که این موضوع، سبب کاهش اموال مناسب جهت وثیقه‌گذاری شد. در واقع این شرکت تمرکزش را بر کارایی فناوری‌های سرویس گذاشته بود و فرانسیزدهنده اصلی بر تمامی فعالیت‌های فرانسیز گیرنده‌ها نظارت مستقیم داشت و آخرین فناوری‌ها را در اختیار آنها می‌گذاشت، برای مثال تمامی زیرمجموعه‌ها در همه نقاط دنیا به سیستم سفارش‌گیری و تحویل برخط مجهز بودند (Griffith, 2019: 181). این شرکت برای عملیاتی کردن سیاست‌های مالی خود که عبارت بودند از تصاحب بازارهای جدید، سرمایه‌گذاری بر فناوری‌ها و محصولات نوین و بازخرید بخشی از سهام، به سرمایه نیاز داشت که با توجه به فقدان وثایق مورد قبول بانک‌ها و ارزش علامت تجاری‌اش در سال ۲۰۰۷، تبدیل به اوراق بهادار کردن را برای تأمین مالی انتخاب کرد.

با فراهم شدن نقدینگی، این شرکت موفق به سرمایه‌گذاری و گسترش شعب در سرتاسر دنیا و بازخرید بخشی از سهام خود شد. با تأمین مالی صورت‌گرفته، فناوری و محصولات

جدیدی به فعالیت‌های این شرکت اضافه شد و با هزینه بر تبلیغات گسترده و نظارت مداوم بر فرانشیز گیرنده‌ها، علامت تجاری دومینو بیش از پیش ارزش یافت و به‌عنوان یک محصول باکیفیت با سرویس‌دهی مناسب در حافظه مشتریان حک شد.

### ۴.۳. انتشار «مجوز استفاده از دارایی فکری» در بازار بین‌المللی دارایی فکری (IPXI)

در سال ۲۰۰۸ در ایالات متحده آمریکا براساس بورس‌های کالای موجود در این کشور مانند بورس شیکاگو<sup>۱</sup>، ایده مبادله دارایی‌های فکری بر مبنای اوراق بهاداری که معرف استفاده از دارایی فکری بود، به تأسیس «بازار بین‌المللی دارایی فکری»<sup>۲</sup> موسوم به IPXI، منجر شد؛ بازاری که آن را نخستین بورس جهانی ناظر بر مبادله دارایی‌های فکری نامیده‌اند (Jorge L. Contreras, 2016: 419).

در واقع تئوری IPXI، این بود که لیسانس‌های غیرانحصاری اختراعات را می‌توان مانند بورس کالاهای فیزیکی، استانداردسازی و کالانگاری<sup>۳</sup> و متعاقباً در یک بازار آزاد، معامله کرد؛ شیوه‌ای از تجارت که در آن نیاز به مذاکرات هزینه‌بر، ناکارآمد و زمان‌بر دوجانبه، از بین خواهد رفت (Jorge L. Contreras, 2016: 421). در این روش، IPXI با ایصال دارندگان اختراعات و خریداران بالقوه به یکدیگر مانند یک تسهیل‌گر برای معاملات عمل می‌کند. براساس این شیوه، IPXI، ابتدائاً وارد توافق با دارنده و مالک اختراع می‌شود و از این طریق کنترل اختراع را به‌دست می‌آورد. پس از آن به لحاظ قانونی می‌تواند به اعطای لیسانس به شیوه ULR، اقدام کند.

ULR<sup>۴</sup>، واحد قابل معامله در این بازار، با ماهیتی شبیه به سهام در بورس‌های اوراق بهادار، موسوم به «برگه گواهی یا مجوز استفاده از دارایی فکری» بود که شاید بتوان آن را مهم‌ترین مشخصه IPXI و رکن معاملات آن دانست (شیری زنجانی، ۱۳۹۶: ۵۴). هر واحد از ULR معرف مجوز یک بار استفاده از اختراع یا بسته‌ای از اختراعات بود. این اختراع می‌توانست برای یک‌بار استفاده تولیدات آتی تولیدکنندگان محصول، یا یک بار استفاده از اختراعات ناظر بر فرایند باشد. برای مثال اگر تولیدکننده‌ای قصد تولید ۱۰۰ هزار اتومبیلی را داشت که از اختراعات عرضه‌شده در IPXI در آن استفاده شده بود، می‌بایست ۱۰۰ هزار ULR یا واحد مجوز استفاده از آن اختراعات را براساس قیمت‌های موجود در بورس خریداری می‌کرد، در واقع با تولید هر اتومبیل، یک واحد از مجوزهای خریداری‌شده را مصرف می‌کرد.<sup>۵</sup>

1. Chicago Mercantile Exchange.  
2. Intellectual Property Exchange International.  
3. Commoditize.  
4. Unit License Right.  
5. *Marketplace of Ideas*, THE ECONOMIST (May 12, 2012),

در واقع کارکرد ULR، برای IPXI، مشابه قراردادهای ابزار مالی کربن (CFI)، برای بورس اقلیمی اروپا (ECX) بود. در بورس اقلیمی اروپا، قرارداد CFI بیانگر صد تن CO2 است. البته از آنجا که هر اختراعی بنا به تعریف، منحصر به فرد است، کالانگاری و معامله آن، سخت‌تر از کالا فلیماد نمودن کربن، نفت یا طلا و معامله‌ی آنهاست؛ به همین دلیل بازار بین‌المللی دارایی فکری سال‌ها بعد از بورس اقلیمی اروپا شروع به کار نمود و از طرف دیگر برای کالانگاری و مبادله دارایی‌های فکری دست به استانداردسازی قراردادها و معرفی روندی برای تبدیل حق اختراع، به اوراق بهادار، از طریق صدور ULR زد (Ghafele, 2012: 122).

IPXI، از این طریق در واقع همزمان با تأمین مالی اختراعات، به دنبال جایگزینی مذاکرات پرهزینه طرفینی لیسانس با مذاکراتی بازار محور<sup>۲</sup> بود که دسترسی بدان به مراتب آسان‌تر از شیوه مرسوم باشد. از این رو به منظور تسهیل تجارت ناظر بر لیسانس در بازار باز، اساس کار خود را بر استانداردسازی و کالانگاری لیسانس اختراعات قرار داد. شیوه جدید قراردادهای موسوم به ULC، لیسانس‌های غیرانحصاری قابل مبادله در بازار بود که از همان ابتدا مورد حمایت بنگاه‌های اقتصادی مهم و پیشتازی نظیر سونی، فورد و حتی مؤسسه‌های پژوهشی برجسته‌ی آمریکایی قرار گرفت (Merritt L. Steele, 2017: 116).

IPXI، در این نوآوری، علاوه بر ارائه الگوی نوین در کسب و کار، توانست ضمن کالانگاری لیسانس اختراعات و ترکیب آن با مبادلات مشابه بورس، سایر ویژگی‌های لازم برای ثبت این الگو به عنوان اختراع را نیز کسب کند، به طوری که موفق شد آن را در اداره ثبت علائم و اختراعات ایالات متحده<sup>۳</sup> به عنوان اختراع ثبت کند.<sup>۴</sup>

## نتیجه

بنا به مشکلات موجود در تجاری‌سازی و تأمین نقدینگی اموال فکری، دارندگان حقوق فکری در پی استفاده از روش‌های نوین نظیر صدور اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری بوده‌اند. با توجه به پذیرش اموال فکری و دستورالعمل سپرده‌گذاری و معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در فرابورس، مصوب ۱۳۹۲/۱۰/۲۱ و نیز دستورالعمل شورای عالی بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۹۲/۰۴/۳۱، که هر دو مستظهر به دستورالعمل مورخ ۱۳۹۲/۰۸/۰۸ کمیته فقهی بورس هستند، امکان صدور اوراق بهادار مبتنی بر اموال فکری و نیز مبادله آنها

[www.economist.com/business/2012/05/12/marketplace-of-ideas](http://www.economist.com/business/2012/05/12/marketplace-of-ideas).

1. Carbon Financial Instrument.

2. Market-based Trading Platform”.

3. USPTO (United State Patent Office).

۴. این شیوه نوین ابداعی در اداره اختراعات آمریکا با شماره اظهارنامه ۶۰۶۷۲۳۲۴ قابل دسترسی است. به آدرس:

<https://patents.google.com/patent/US20110071961>

مجاز تلقی می‌شود و که با توجه به تجارب ایالات متحده و تحلیل‌های حقوقی-اقتصادی برای انواع مصادیق حقوق مالکیت‌های فکری پیشنهاد می‌شود. البته در این میان مؤسسات اعتبارسنجی نقش بسیار مهمی در این زمینه دارند و استفاده از خدمات تخصصی این مؤسسات به کاهش اشتباهات مرتبط کمک شایانی خواهد کرد. متأسفانه در ایران، استفاده از خدمات تخصصی این مؤسسات اجباری نیست و جز در معدودی از مقررات، الزام قانونی در جهت به‌کارگیری خدمات آنها وجود ندارد. بنابراین پیش از اقدام به استفاده از این روش تأمین مالی، می‌بایست زیرساخت‌های حقوقی و قانونی لازم در جهت الزام به استفاده از رتبه‌های اعتباری به‌منظور ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری و اوراق منتشره به اتکای جریان درآمدی ناشی از آنها فراهم شود تا سازوکار ارزش‌گذاری هرچه دقیق‌تر انجام گیرد.

نکته حائز اهمیت دیگر در استفاده از این روش، به‌ویژه در صنعت فیلم و موسیقی، ساختار مالکیت این اموال است. اغلب این آثار در زمره آثار جمعی است، در نتیجه حقوق متعلقه آن در ید شخص واحد نیست. بنابراین در برخی موارد به‌دلیل اختلاف میان مالکان حقوق فکری، اصولاً استفاده از این روش ممکن نیست. همچنین در بازار موسیقی ایران، برخلاف بسیاری از کشورها، استودیوهای ضبط و پخش نقش فعال ندارند و شخص تهیه‌کننده یا سرمایه‌گذار یا خود هنرمند امور مربوط را انجام می‌دهد. همین رویه، استفاده از تبدیل به اوراق بهادار کردن را در بازار موسیقی ایران دشوار می‌سازد، چراکه با کمرنگ شدن نقش استودیوها، امکان تشکیل سبدهای از آثار چند هنرمند و انتشار اوراق بهادار به اتکای جریان درآمدی ناشی از آن سبد وجود ندارد، درحالی‌که تشکیل این مجموعه، ریسک فروش پایین آثار یک هنرمند خاص را تا حد زیادی پوشش خواهد داد. مشکل دیگر در این زمینه، نسخه‌برداری‌های غیرقانونی در فضای مجازی است که حقوق هنرمندان عرصه موسیقی را در همه جای جهان به‌شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. این موضوع در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران که حمایت‌های لازم و کافی اعمال نمی‌شود، پررنگ‌تر است و نسخه‌برداری‌ها و انتشار غیرقانونی آثار موسیقی و کتاب‌ها در ایران در سطح گسترده‌ای صورت می‌گیرد و حمایت‌های قانونی ناکافی، تخمین جریان‌های نقدی آتی را به‌شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. به همین دلایل اصولاً در معدود مقررات موجود در این زمینه از جمله در «دستورالعمل سپرده‌گذاری و معامله اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری در فرابورس ایران» به دارایی‌های فکری مبتنی بر آثار موسیقی و کتاب توجهی نشده و ماده ۱ این دستورالعمل، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌های فکری را اسناد مؤید حقوق و مالکیت فکری صادرشده از سوی مراجع رسمی ثبت اختراع، علائم تجاری و طرح‌های صنعتی دانسته و به حق تألیف اشاره‌ای نکرده است. بنابراین استفاده از این روش



برای تأمین نقدینگی به اتکای جریان درآمدی از آثار موسیقی، کتاب و فیلم در ایران برخلاف اختراع و علامت تجاری نیازمند فراهم کردن زیرساخت‌های لازم و مقررات قانونی است.

### بیانیه نبود تعارض منافع

نویسندگان اعلام می‌کنند که تعارض منافع وجود ندارد و تمام مسائل اخلاق در پژوهش را شامل پرهیز از دزدی ادبی، انتشار و یا ارسال بیش از یک بار مقاله، تکرار پژوهش دیگران، داده‌سازی یا جعل داده‌ها، منبع‌سازی و جعل منابع، رضایت ناآگاهانه سوژه یا پژوهش‌شونده، سوءرفتار و غیره، به‌طور کامل رعایت کرده‌اند.

### منابع

#### الف) فارسی

۱. بادینی، حسن (۱۳۸۲). «مبانی فلسفی نگرش اقتصادی به حقوق»، فصلنامه حقوق دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، ش ۶۲، ص ۹۱-۱۳۵.
۲. تقی‌زاده، ابراهیم؛ عزیزاله فضلی (۱۳۹۶). «فرایند حقوقی انتشار اوراق بهادار رهن در فقه امامیه و حقوق ایران»، پژوهش‌های فقهی، دوره ۱۳، ش ۲، ص ۲۹۷-۳۱۹. در: [https://jorr.ut.ac.ir/article\\_63515.html](https://jorr.ut.ac.ir/article_63515.html) (۱۷ اردیبهشت ۱۴۰۰).
۳. جعفری لنگرودی، محمدجعفر، (۱۳۸۸). حقوق مدنی، رهن و صلح، چاپ چهارم، تهران، کتابخانه گنج دانش.
۴. حبیبیا، سعید؛ حسین جواهری محمدی (۱۳۹۸). «تدوین سیاست بازار دارایی فکری ایران با تحلیل شکست بازار بین‌المللی دارایی فکری»، فصلنامه علمی پژوهشی سیاست‌گذاری عمومی، دوره ۵، ش ۴، ص ۸۹-۱۱۳  
DOI: 10.22059/JPPOLICY.2020.75195
۵. دهقان نیستانی، امیر؛ ابراهیم صادقی (۱۳۹۴). «امکان‌سنجی انتشار صکوک در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ش ۲۵، ص ۷۵-۵۸. در: [http://www.iaaara.com/article\\_103917.html](http://www.iaaara.com/article_103917.html) (۱۷ اردیبهشت ۱۴۰۰).
۶. ستوده تهرانی، حسن (۱۳۹۹). حقوق تجارت، ج ۲، ج پنجم، تهران، جنگل، جاودانه.
۷. سلطانی، محمد (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۸. شبیری زنجانی، سید حسن؛ مهسا تدین سعدی (۱۳۹۶). «بررسی ابعاد حقوقی بورس بین‌المللی دارایی فکری و مقایسه آن با بازار ایران»، فصلنامه حقوق خصوصی، دوره ۱۴، ش ۱، ص ۷۵-۵۱. در: [https://jolt.ut.ac.ir/article\\_63285\\_7cae3303c11fc4ed3f72a547aeb34ce5.pdf](https://jolt.ut.ac.ir/article_63285_7cae3303c11fc4ed3f72a547aeb34ce5.pdf) (۱۷ اردیبهشت ۱۴۰۰).
۹. عبده تیریزی، حسین (۱۳۹۸). «آینده تأمین مالی در بازار سرمایه»، مجله بورس، شماره ۱۴۰، ص ۵۶-۶۲.

#### ب) خارجی

10. Bruke, Jenifer (2021). *Bowie Bonds Sold More than a Song: The Securitization of Intellectual Property as a Super-charged Vehicle for High Technology Financing*, <https://digitalcommons.law.scu.edu/chtlj/vol15/issv/1/> (Accessed 5 April 2021).
11. Cypher, James (2008). *The Process of Economic Development*, Taylor and Francis Group.
12. Fabozzi Frank & Vinod Kotharvi, (2008). *Introduction to Securitization*, John Wiley and Sons.
13. Ghafele, Roya; James, Malackowski, (2012). "Emerging IP monetization solutions: The institutionalisation of an IP exchange", *Int. J. Intellectual Property Management*, Vol. 5, No. 2, pp. 105-136. <https://www.research.ed.ac.uk/en/publications/emerging-ip-monetization-solutions-the-institutionalization-of-an>, (Accessed 16 August 2022).
14. Guixia, Guo (2014). "A Study on Risk Retention Regulation in Asset Securitization Process", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 45, pp. 45-76. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426614000089> (Accessed 6

- September 2022)
15. Grashuis, Jasper (2017). "Branding by U.S Farmer Cooperatives: An Empirical Study of Trademark Ownership", *Journal of Cooperatives: Organization and Management*. Vo. 15, Issue 2, pp. 203- 221. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S2213297X17300058>(Accessed 1 August 2022).
  16. Griffith, Kati (2019). "An Empirical Study of Fast-food Franchising Contracts: Toward a New Intermediary Theory of Joint Employment", *Wash. L. Rev.*, Vol. 94, No. 1, pp. 171-215. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3363841](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3363841) (Accessed 25 September 2022).
  17. Hitters, Erik & Miriam, Van de Kamp, (2010). "Tune in, Fade out: Music Companies and the Classification of Domestic Music Products in the U.S", *Poetics Journal*, pp. 169-196. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304422X10000471>(Accessed 27 October 2022).
  18. Jorge L. Contreras (2016).FRAND Market Failure: IPXI's Standards-Essential Patent License Exchange, CHI.-KENT J. INTELL. PROP, Vol. 15 pp. 419-459.
  19. Kerr, Teresa (1999). *Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization be the Gold for the Music Industry Participants*, UCLA Ent. <https://escholarship.org/uc/item/9s1555np> (Accessed 12 March2022).
  20. Medansky, Keith (2005). "Considering Intellectual Property Securitization"*Journal of Intellectual Property and Technology*. [http://www.buildingipvalue.com/05\\_NA/143\\_146.htm](http://www.buildingipvalue.com/05_NA/143_146.htm). (Accessed 12 March2022).
  21. Merritt L. Steele (2017). "The Great Failure of the IPXI Experiment: Why Commoditization of Intellectual Property Failed", *Cornell L. Rev*, Vol. 102, pp. 1115-1136. [https://www.researchgate.net/publication/326144830\\_The\\_Great\\_Failure\\_of\\_the\\_IPXI\\_Experiment\\_Why\\_Commoditization\\_of\\_Intellectual\\_Property\\_Failed](https://www.researchgate.net/publication/326144830_The_Great_Failure_of_the_IPXI_Experiment_Why_Commoditization_of_Intellectual_Property_Failed) (Accessed 12 March 2022).
  22. Solomon, Dov & Miriam, Biton, (2015). "Intellectual Property Securitization", 33 *Cardozo Arts and Entertainment Journal*, Vol. 33, pp. 36- 49. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2462216](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2462216) (Accessed 1 March 2022).
  23. Tahir, M, Nasir (2011). "Intellectual Property Securitization and Growth Capital in Retail Franchising", *Journal of Retailing*, Vol. 87, Issue 3, pp. 256- 277. <https://ideas.repec.org/e/c/psh162.html> (Accessed 1 September 2022).
  24. Tschmuck, Peter (2009). "Copyright, Contracts and Music Production", *Journal of Information, Communication and Society*, Vol. 12, pp. 54-80. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13691180802459971> (Accessed 24 September 2022).
  25. *Worth Intellectual Property Indicators 2020*, Published by WIPO, [https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_941\\_2020.pdf](https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_941_2020.pdf) (Accessed 2021/April/2)
  26. Zhang, Min (2017). *On the Predicament of U.S Copyright, Securitization and Management*, Vol. 5, Issue 2., <https://academic.oup.com/book/39756/chapter-abstract/339819125?redirectedFrom=fulltext> (Accessed 12 March 2022).



Research Paper

## **Intellectual Property Securitization, A Comparative study with the U.S Capital Market**

**Saeed Habiba\***

*Professor, Faculty of Law and Political Sciences, University of Tehran ,  
Tehran, Iran*

**Neda Khanzadeh**

*PhD Candidate, Faculty of Law and Political Sciences, University of  
Tehran, Tehran, Iran*

**Hossein Javaheri**

*PhD, Faculty of Law and Political Science, University of Tehran, Tehran,  
Iran*

### **Abstract**

Nowadays the importance of intellectual property is so clear, and in technological developments, ideas have become significant, as the intellectual property rights are developing day by day. In fact, nowadays some things more than financial resources are needed to succeed in business. So even a start-up business can become one of the pioneers of the market by relying on new and innovative ideas. In such a situation, the concepts raising from intellectual property are very important. On the other hand, commercialization and financing for development of these kinds of properties are two main problems for the owners. In general, the traditional methods related to intellectual property and obtaining resources are mainly contracts such as license, franchise and direct contracts. These types of traditional contracts not only create many restrictions for the intellectual property owner, but also do not cover all the available financing capacities. Accordingly, the use of new financing procedure for the operational development of these kind of assets has become increasingly substantial. Due to the high capacity and flexibility of the existing methods in the capital market in comparison with other financial markets, especially the money

market, raising money through the capital market has always been the focus of intellectual property owners. Securitization is one of the newest financing instruments during which an intellectual product is separated from other assets and the balance sheet of its owner or founder, and then, based on the expected future cash flow from this protected asset, negotiable securities are issued and made available to investors who are willing to purchase these securities. It is worth mentioning that, if there are correct valuation method and sufficient legal protection, this approach could be a perfect way to use dispersed funds, and conduct them towards productive economic operations. Unfortunately, despite the importance of the subject, the research conducted in this field is not enough, and the lack of operational history of financing based on this approach in Iranian capital market, more fundamental research in tune with the implementation of this method is doubly important. Considering the importance of the matter and lack of research, this study examines intellectual property securitization in comparison with the U.S capital market in three parts. In the first one, suitable intellectual properties for securitization will be explained. In this section, the distinctive features of any intellectual property that make it appropriate for issuing negotiable securities based on the expected future cash flow will be illustrated in detail. The second part of research includes the expression of the implementation mechanism of this method and its instruments. In this part of the article, different stages, legal relations governing each stage and different effective components are examined. In the third part, some operational examples of intellectual property securitization, along with the analysis of its positive and negative points are provided. In addition, the detailed explanation of each method, the published securities and their related features have also been described. This research has been prepared by analytical library method, and to increase the practical aspects, two successful implementation international experiences have been reviewed. The present article seeks to answer the question of which category of intellectual properties is more likely to be financed by this approach, and what the legal challenges are.

The hypothesis of this article is that intellectual property securitization is possible, and according to the existing regulations, it has a high executive capacity. However, it is necessary to use accurate and specialized methods of valuation and the requirement to use credit rating agencies services. In addition, creating awareness and cultural infrastructure in dealing with intellectual property, and recognizing its rights by the government is very significant. It can be considered that, without awareness in the society, operational implementation will not be possible. Also, lack of regulations governing the possibility of issuance securities based on intellectual properties, has made the practical procedure ambiguous.

**Keyword:** Securitization, Intellectual Property, Trademark, Patent, Copyright, License Contract, Franchise.

**Declaration of conflicting interests**

The authors declared no potential conflicts of interest with respect to the research, authorship, and/or publication of this article .

**Funding**

The authors received no financial support for the research, authorship , nd/or publication of this article.

**ORCID iDs:** <https://orcid.org/0000-0002-8080-9947>



This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC-BY) license.