



کوین ایران 

عرضه توکن اوراق بهادار

Security Token Offerings (STO)

فهرست مطالب

۱	 Security Token Offerings (STO) عرضه توکن اوراق بهادار
۲	(STO) عرضه توکن اوراق بهادار
۳	 توکن ها چه زمانی اوراق بهادار محسوب می شوند؟
۴	 ICO و STO بزرگترین تفاوت
۵	 اکوسیستم عرضه توکن اوراق بهادار
۶	(STO) مزایای عرضه توکن اوراق بهادار
۶	 معایب عرضه توکن اوراق بهادار
۷	 پتانسیل STO ها برای تحول بازار رمز ارزها
۷	 ۱۰ مورد از موفق ترین STO ها
۸	 منابع

عرضه توکن اوراق بهادار (STO) Security Token Offerings

تأمین مالی استارت‌آپ‌ها در سال ۲۰۱۷ با شکوفایی عرضه اولیه سکه^۱ (ICO) روزهای درخشانی را تجربه کرد. سرمایه‌گذاران در طول سال‌های ۲۰۱۷ و ۲۰۱۸ به دلیل سود بالای رمز ارزها و نبود موانع بیش از ۱۴ میلیارد دلار به پروژه‌های بلاک‌چین تزریق کردند. روزهای اوج بازار ICO دیری نپایید ولی تأثیر مدل جدید جمع‌آوری سرمایه برای همیشه باقی خواهد ماند. بر اساس ادعای بانک دارایی‌های دیجیتال Finoa، توکنیزه کردن همان کاری را با حقوق مالکیت انجام خواهد داد که دیجیتالی شدن با دنیای رسانه انجام داده است. استارت‌آپ‌ها با افول عرضه اولیه سکه به دنبال توکنیزه کردن دارایی‌های واقعی و بهره‌مندی از قدرت تأمین مالی جمعی در پروژه‌های خود حرکت کردند. اما در این روش باید از استاندارد ایجاد اوراق بهادار کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده^۲ (SEC) پیروی کنند. پروژه‌هایی که به بازارهای ایالات متحده فکر می‌کنند باید استانداردهای SEC را رعایت نمایند. در رویکرد کمیسیون بورس و اوراق بهادار نسبت به عرضه اولیه سکه هیچ تفاوتی مابین توکن‌های کاربردی^۳ و توکن‌های



^۱ Initial Coin Offerings (ICOs)

^۲ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)

^۳ Utility Tokens

اوراق بهادار وجود ندارد. از این رو پیشنهاد توکن‌های جدید با هر هدفی ارائه شوند باید مطابق قوانین اوراق بهادار فدرال باشند. این محدودیت‌ها باعث ظهور پارادایم جدید به نام عرضه توکن اوراق بهادار^۱ (STO) شده است.

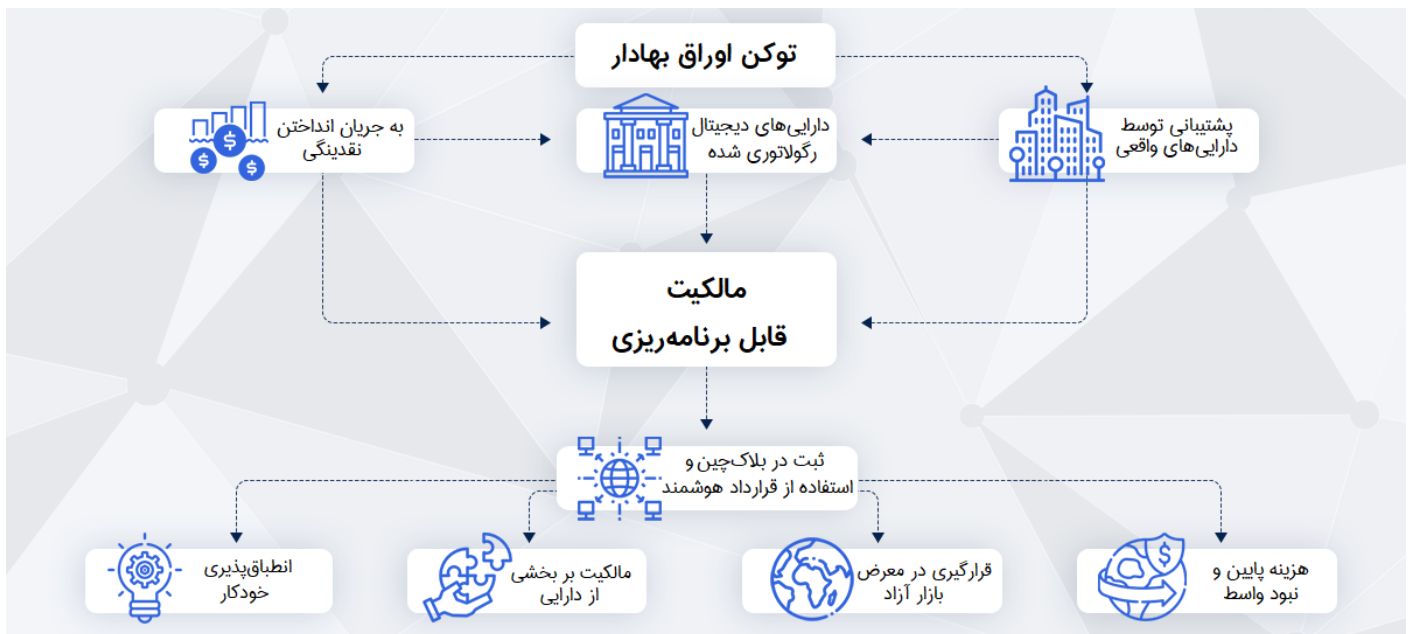
عرضه توکن اوراق بهادار (STO)

توکن اوراق بهادار یک دارایی دیجیتالی قانون‌گذاری شده می‌باشد که محصول تلاقی دارایی‌های مالی سنتی و ارزهای دیجیتال است. در ساده‌ترین حالت، اگر بیت کوین یک پول قابل برنامه‌ریزی باشد توکن اوراق بهادار یک مالکیت قابل برنامه‌ریزی است. هر نوع دارایی قابل لمس یا غیرقابل لمس مانند سهام، اوراق قرضه، املاک، آثار هنری، سهام خصوصی و حتی خودرو که می‌تواند متعلق به یک نفر باشد از قابلیت توکنیزه شدن برخوردار است. ارزش ذاتی یکی از جالب‌ترین ویژگی‌های توکن اوراق بهادار است. این توکن‌ها با دارایی‌های واقعی پشتیبانی می‌شوند و سرمایه‌گذاران از حقوق قانونی مالکیت برخوردارند [۱].

دادوستد اوراق بهادار سنتی با مشکلاتی برای سرمایه‌گذاران همراه است. توکن‌های اوراق بهادار از طریق پوشش شکاف میان بازار رمز ارزها و بازارهای مالی سنتی به دنبال روشی برای حل این مشکلات هستند. این توکن‌ها دادوستد دارایی از طریق به جریان انداختن نقدینگی و محافظت از سرمایه‌گذاران به واسطه فناوری بلاک‌چین و سیستم قرارداد هوشمند را تسهیل کرده‌اند.

^۱ Security Token Offering (STO)

توکن‌های اوراق بهادار به دلیل توان خود-اجرایی^۱ می‌توانند به یک رتبه باورنکردنی از نقدینگی دست یابند. حراج‌ها با بهره‌گیری از قراردادهای هوشمند به صورت کاملاً خودکار و مستقل انجام می‌شوند. این ویژگی موجب کاهش موانع و آزادی هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران در کنترل و انتقال دارایی‌ها می‌شود.

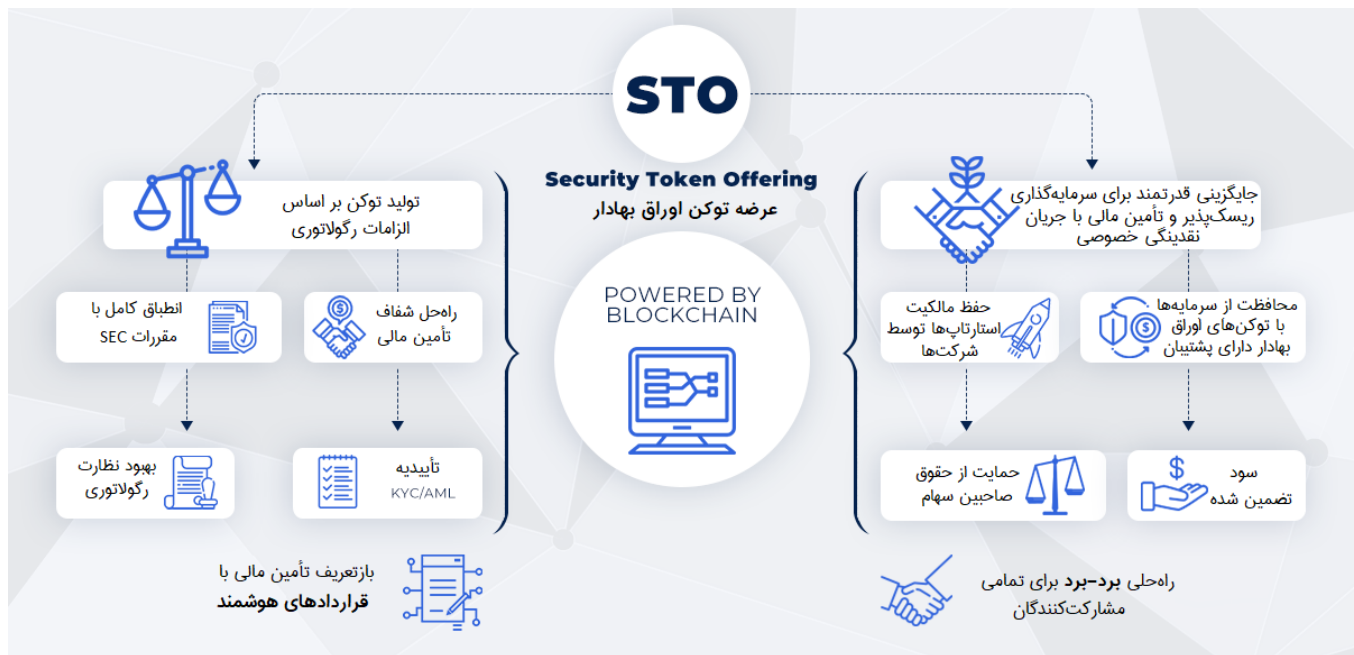


کمیسیون بورس و اوراق بهادار برنامه مشخصی برای رگولاتوری عرضه اولیه سکه ندارد؛ با این وجود، اوراق بهادار به طور کامل در حوزه صلاحیت و قوانین آن قرار می‌گیرند. این کمیسیون قوانین مربوط به اوراق بهادار را برای پوشش توکن‌های موسوم به توکن اوراق بهادار بسط داده است. توکن اوراق بهادار در واقع یک تعریف جهان‌شمول نیست ولی در پروژه‌های توکن‌داری ویژگی اوراق بهادار، به عنوان یک استاندارد دسته‌بندی توسط رگولاتورهای ایالات متحده مورد استفاده قرار می‌گیرد [۲].

توکن‌ها چه زمانی اوراق بهادار محسوب می‌شوند؟

^۱ Self-execute

یک توکن اوراق بهادار، هرگونه رمز ارزی است که برای پرداخت سود سهام، سود، سهام یا سرمایه‌گذاری در هر دارایی دیگر مورد استفاده قرار می‌گیرد. برخی از عرضه‌های اولیه سکه تلاش می‌کنند تا این تعریف را دور بزنند، ولی کمیسیون بورس و اوراق بهادار از آزمونی به نام Howey Test برای تشخیص قرارگیری یک دارایی در تعریف اوراق بهادار استفاده می‌کند. بر اساس Howey Test، یک توکن رمز ارزی زمانی به عنوان اوراق بهادار در نظر گرفته می‌شود که در پول یا شرکت عمومی سرمایه‌گذاری شده باشد یا انتظار می‌رود از تلاش دیگران سود کسب نماید.



بزرگ‌ترین تفاوت ICO و STO

توکن اوراق بهادار بر خلاف عرضه اولیه سکه در اصل یک قرارداد سرمایه‌گذاری بر روی دارایی مشخص هستند. STO تمام خصیصه‌های اوراق بهادار از جمله قابلیت تعویض و ابزار مالی قابل تبدیل به پول نقد را داراست که نشان‌دهنده ارزش پولی واقعی هستند. عرضه توکن‌های اوراق بهادار توسط دارایی‌های واقعی پشتیبانی می‌شود و از دستورالعمل‌های سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه انطباق‌پذیری، صدور و دادوستد پیروی می‌کند. در طرف مقابل، عرضه اولیه سکه از نظر فنی فاقد هرگونه وثیقه است. صادرکنندگان این توکن‌ها در تلاش‌اند تا الزامات رگولاتوری را با ادعاهایی مانند صدور توکن‌های کاربردی^۱ در پروژه‌های خود دور بزنند. عرضه اولیه اوراق بهادار (STO) نه یک عرضه اولیه سکه (ICO) و نه یک عرضه اولیه عمومی^۲ در سهام است بلکه با هردو روش جمع‌آوری سرمایه هم‌پوشانی دارد.

^۱ Utility Token

^۲ Initial Public Offering

صنعت بلاک چین در زمان ارزیابی بازار عرضه اولیه سکه، نسبت به توسعه چارچوب توافق نامه ساده برای توکن آینده^۱ (SAFT) اقدام کرده تا از فروش توکن های اوراق بهادار به سرمایه گذاران معتبر اطمینان حاصل کند. SAFT برای تسهیل تأیید هویت و اعتبار بخشی سرمایه گذاران طراحی شده است؛ با این وجود، این مدل به دلیل تکامل چشم انداز توکنیزه کردن دارایی ها عمر کوتاهی خواهد داشت. سرمایه گذاری در توکن های کاربردی به اعتبار بخشی نیاز ندارد که این موضوع از دلایل اصلی محبوبیت این توکن ها نیز به شمار می رود؛ این بدین معنی است که هر کس می تواند در فروش توکن های کاربردی مشارکت داشته باشد.

مراحل صدور عرضه توکن اوراق بهادار (STO) با عرضه اولیه سکه دارای تفاوت هایی است که در شکل زیر به آن ها اشاره شده است [۳].



اکوسیستم عرضه توکن اوراق بهادار

صدور توکن های اوراق بهادار یک شرکت، منجر به تخصیص سهام آن به سرمایه گذاران می شود. شرکت در چنین شرایطی باید بازیگران زیر را پشتیبانی نماید.

- **قانونی:** شرکت برای اطمینان از انطباق پذیری عرضه توکن اوراق بهادار باید چارچوب های رگولاتوری کشور مبدأ را رعایت نماید. عدم انطباق پذیری پروژه می تواند به تعطیلی آن از طرف رگولاتور منجر شود.
- **پلتفرم صدور:** شرکت برای صدور توکن اوراق بهادار و جذب سرمایه گذاران بالقوه باید از پلتفرم های صدور طراحی شده برای عرضه توکن اوراق بهادار استفاده نماید. Polymath، Swarm، Securitize، Harbor و Securrency از شناخته شده ترین پلتفرم های صدور توکن های اوراق بهادار به شمار می روند.

^۱ Simple Agreement for Future Token (SAFT)

- **متولی:** نیاز به متولی^۱ در عصر STO از اهمیت بیشتری برخوردار است. شرکت‌های صادرکننده باید به دنبال متولیان برای ذخیره سازی توکن‌های دیجیتال خود باشند. سرویس ضمانت (متولی‌گری) معمولاً توسط پلتفرم‌های صدور و صرافی‌های STO ارائه می‌شود.
- **صرافی:** شرکت‌هایی که توکن اوراق بهادار صادر می‌کنند تنها می‌توانند توکن‌های خود را در لیست صرافی‌های تحت نظر نهادهای رگولاتور ثبت نمایند.

مزایای عرضه توکن اوراق بهادار (STO)

عرضه توکن اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه‌گذاران دارای چندین مزیت نسبت به تأمین مالی از طریق عرضه اولیه سکه (ICO) می‌باشد. سطح ریسک STO بسیار پایین‌تر است چراکه بر اساس قوانین ارائه می‌شود و باید الزامات مربوط به شفافیت را رعایت نمایند؛ با این وجود، STOها بسیاری از مزایای ICO مانند هزینه پایین و سهولت دسترسی را نیز حفظ کرده‌اند. علاوه بر این، رگولاتوری STOها باعث شده است تا سرمایه‌گذاران سازمانی نیز در این حوزه وارد شوند. همچنین وجود چارچوب رگولاتوری به این معنی است که سرمایه‌گذاران نگرانی کمتری در مورد جعلی و کلاهبردانه بودن پروژه‌ها خواهند داشت که خسارت فراوانی به بازار ICO وارد کرده است.

توکنیزه کردن دارایی‌های وثیقه‌ای امکان مالکیت بر بخشی از دارایی‌های واقعی را فراهم می‌کند. این ویژگی به سرمایه‌گذاران کوچک‌تر اجازه می‌دهد تا با هزینه کمتر بتوانند تنوع بیشتری در پرتفوی خود ایجاد کنند. بنابراین STOها با بهره‌گیری از مدل‌هایی که برای ICOها ترسیم شده بودند فرصت‌هایی را برای سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کنند. علاوه بر این، توکن‌های STO برخی از حقوق شرکت‌های صادرکننده توکن مانند پرداخت بهره، سود سهام و سرمایه‌گذاری در دیگر توکن‌های اوراق بهادار را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند. از دیگر مزایای توکن‌های اوراق بهادار می‌توان به موارد زیر اشاره کرد.

- ایجاد امکان دسترسی به سرمایه‌های بین‌المللی
- بهبود توانایی نهادهای رگولاتوری برای نظارت بر بازار
- ایجاد تحول عظیم در روش‌های تأمین مالی
- ارائه راه‌حلی برد-برد برای تمامی مشارکت‌کنندگان

معایب عرضه توکن اوراق بهادار

رگولاتوری عرضه توکن اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین مزایای این توکن‌ها به شمار می‌رود در حالی که انطباق با این الزامات یکی از چالش‌های اصلی برای صادرکنندگان توکن است. از این رو رشد بازار STO نسبت به نمونه‌های

^۱ Custody

مشابه مانند ICO بسیار کمتر است. در واقع، بسیاری از شرکت‌ها به دلیل پیچیدگی ناشی از رگولاتوری در دوران اوج ICOها از فعالیت در ایالات متحده اجتناب کردند. همچنین صرافی‌های مناسبی برای تسهیل معاملات توکن‌های اوراق بهادار وجود ندارد و اکثر صرافی‌های معتبر نیز موضع رسمی نسبت به این توکن‌ها اتخاذ نکرده‌اند [۲].

پتانسیل STOها برای تحول بازار رمز ارزها

با توجه به تمایل بالای بازار به سمت رمز ارزهای با کیفیت و انطباق‌پذیر، می‌توان انتظار داشت که مدل عرضه توکن اوراق بهادار می‌تواند تأثیر بالایی بر اکوسیستم بلاک‌چین داشته باشد. در لیست زیر به پتانسیل‌های اصلی STOها برای ایجاد تحولی عظیم در پویایی صنعت اشاره شده است [۲].

- اعتبار بالا (به دلیل رگولاتوری)
- از بین بردن بدنامی ICO در بازار رمز ارزها
- امکان سرمایه‌گذاری خرد
- مالکیت واقعی بر روی دارایی‌ها
- دادوستد به عنوان اوراق بهادار
- مالکیت قابل برنامه‌ریزی و انطباق‌پذیر
- نرخ بالای موفقیت
- هزینه‌های پایین به عنوان یک مشوق جذاب
- حفظ خاصیت غیرمتمرکز بودن دارایی‌ها
- نوآوری رو به افزایش

۱۰ مورد از موفق‌ترین STOها

عرضه توکن اوراق بهادار یک فرمول ترکیبی مابین عرضه اولیه عمومی (IPO) سنتی و عرضه اولیه سکه (ICO) رمز ارزها است. این توکن بهادار ابزاری برای جمع‌آوری سرمایه می‌باشد که از رویکردی تحت کنترل و کم‌هزینه برای سرمایه‌گذاران استفاده می‌کند. STOها با توجه به استفاده از مدل سنتی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار از پتانسیل بالایی برای پیشرفت برخوردارند. شرکت‌های متعددی نسبت به راه‌اندازی STO اقدام کرده‌اند ولی در زیر نام ۱۰ مورد از موفق‌ترین آن‌ها آورده شده است [۴].

۱. Blockchain Capital	۶. Harbor
۲. Spice VC	۷. Property Coin
۳. Nexo	۸. Blocksafe
۴. Polymath	۹. Blockport
۵. Swarm Fund	۱۰. Gainfy

- [۱] I. Paicu“ ,<https://stoscope.com/blog/what-is-a-security-token-offering-sto-complete-guide> ”,Stoscope, 2019 . Available: <https://stoscope.com/blog/what-is-a-security-token-offering-sto-complete-guide>. [دستیابی در ۲۰۱۹].
- [۲] S. Bourgi“ ,WHAT IS AN STO (SECURITY TOKEN OFFERING) ۱۰ & REASONS WHY IT WILL HAVE A MASSIVE IMPACT ”,CCN, 2019 . Available: <https://www.ccn.com/what-is-an-sto>. [دستیابی در ۲۰۱۹].
- [۳] R. Kobus“ ,Security Token Offering vs ICO – what are the differences ”,?BlockHunters., 2019 . Available: <https://blockhunters.io/security-token-offering-vs-ico>. [دستیابی در ۲۰۱۹].
- [۴] Bluebelt ۱۰“ ,Most Successful STOs ”,Bluebelt, 2019 . Available: <https://www.bluebelt.asia/10-most-successful-stos>. [دستیابی در ۲۰۱۹].



کوین ایران اولین و بزرگ‌ترین پایگاه خبری فارسی زبان در حوزه فناوری بلاک‌چین، رمز ارزها و پلتفرم‌های مرتبط با بلاک‌چین است. این وب سایت در سال ۱۳۹۲ توسط بابک جلیلوند و آرش محبوب، با هدف اطلاع‌رسانی، آموزش و مشاوره به جامعه فارسی زبان علاقه‌مند به رمز ارزها راه‌اندازی شد و اولین مقاله آن در ۱۴ دی ماه همان سال، با عنوان «بیت کوین چیست؟» منتشر گردید. هدف کوین ایران از معرفی این فناوری، ایجاد محیط پویای پژوهشی و آموزشی در راستای استفاده صحیح از این فناوری جهت ارائه تسهیلات و رفاه به ایرانیان است.

<https://coiniran.com>

نویسنده: تورج اکبری

آدرس ایمیل: turaj.akbati68@yahoo.com

