

นางสาวนภนวลพรรณ ภาวสันต์

ผู้อำนวยการ ฝ่ายส่งเสริมเทคโนโลยีทางการเงิน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

พัฒนาการของเทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ ๆ เข้ามาพลิกโฉมบริการทางการเงินและการระดมทุนในตลาดทุน ซึ่งช่วยให้ธุรกิจที่ต้องการเงินทุนและผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้สะดวกยิ่งขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการออกเป็น **หลักทรัพย์** (Securities Token Offering : STO) หรือออกเป็น**โทเคนดิจิทัล** (Initial Coin Offering : ICO)

แม้ว่าทั้ง STO และ ICO จะเป็นการนำเทคโนโลยีมาใช้ในการระดมทุนเหมือนกัน แต่ในการกำกับดูแลจะอยู่ภายใต้กฎหมายคนละฉบับ โดย STO อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขณะที่ ICO อยู่ภายใต้พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 และเพื่อไม่ให้เกิดความซ้ำซ้อนในการกำกับดูแล ใน พ.ร.ก. การประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลฯ จึงกำหนดไว้ว่า **หากเป็นหลักทรัพย์ ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ แล้ว จะไม่เป็นสินทรัพย์ดิจิทัลตาม พ.ร.ก. การประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลฯ**

ดังนั้น หากโทเคนที่ออกเข้าลักษณะของหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็น หุ้น หุ้นกู้ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงหรือตราสารแสดงสิทธิของผู้ฝากทรัพย์สิน (DR) ที่แม้จะออกเป็นโทเคนบนเทคโนโลยี Blockchain ก็จะเป็น “หลักทรัพย์” ที่ต้องทำตามกฎเกณฑ์ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

STO vs ICO : การกำกับดูแลในปัจจุบัน

สำหรับ ICO ในช่วงเริ่มแรกถูกใช้ เป็นเครื่องมือระดมทุนของกิจการ startup ที่ต้องการเงินทุนไปพัฒนาโครงการ เช่น แพลตฟอร์มต่าง ๆ ICO จึงมีลักษณะเป็น “*project-based ICO*” แต่เพื่อให้ ICO มีความน่าสนใจมากขึ้น จึงมีการนำทรัพย์สินต่าง ๆ มาแปลงเป็นโทเคนดิจิทัลและออกเสนอขายต่อประชาชน หรือที่เรียกว่า “*asset-backed ICO*” โดยทรัพย์สินที่นำมาอ้างอิงหรือแปลงเป็นโทเคนดิจิทัล เช่น อสังหาริมทรัพย์ ทองคำ อัญมณี หลักทรัพย์ ซึ่งในต่างประเทศส่วนใหญ่มักกำกับดูแล ICO ที่ออกมาเพื่อระดมทุนภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

การออกเสนอขาย asset-backed ICO เป็นการสร้างความคาดหวังให้กับผู้ลงทุนที่จะได้รับผลตอบแทนจากทรัพย์สินอ้างอิงในลักษณะเดียวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ และหลาย ๆ กรณียังมีความคล้ายคลึงกับหลักทรัพย์ เช่น การนำอสังหาริมทรัพย์เป็นทรัพย์สินอ้างอิง (real estate-backed ICO) จะมีความคล้ายกับ “REIT” หรือการนำบัญชีลูกหนี้มาเป็นทรัพย์สินอ้างอิง (loan-backed ICO) จะมีความคล้ายกับหุ้นกู้จากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือ “Securitized bond”

ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดความเหลื่อมล้ำในกฎเกณฑ์และการกำกับดูแล (regulatory arbitrage) ระหว่างหลักทรัพย์และโทเคนดิจิทัล และมีการคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม ในขณะเดียวกันเป็นการรองรับพัฒนาการในตลาดทุนและส่งเสริมเทคโนโลยีใหม่ ๆ ก.ล.ต. จึงอยู่ระหว่างปรับปรุงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลการออกเสนอขาย real estate-backed ICO และ asset-backed ICO อื่น ๆ ให้เทียบเคียงได้กับหลักเกณฑ์การออกเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีลักษณะคล้ายกัน

STO vs ICO : แนวทางการกำกับดูแลในอนาคต

สำหรับ ICO ที่ออกมาเพื่อการระดมทุน ได้แก่ โทเคนดิจิทัลที่ให้สิทธิเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการ (Investment Token) และโทเคนดิจิทัลที่ให้สิทธิซื้อสินค้าหรือบริการโดยสินค้าหรือบริการยังไม่พร้อมใช้ (Utility Token ไม่พร้อมใช้) มีลักษณะ (substance) เช่นเดียวกับหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ในต่างประเทศส่วนใหญ่ก็กำกับดูแลโทเคนดิจิทัลดังกล่าวภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์

ดังนั้น เพื่อให้รูปแบบการระดมทุนที่มีลักษณะคล้ายกันถูกกำกับดูแลด้วยหลักเกณฑ์เดียวกัน โดยมีกลไกการกำกับดูแลที่สอดคล้องกับลักษณะและความเสี่ยง มีการคุ้มครองผู้ลงทุนที่เพียงพอเหมาะสม รวมทั้งสอดคล้องกับแนวทางในต่างประเทศ ก.ล.ต. จึงได้เสนอให้มีการปรับปรุงนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ให้มีความยืดหยุ่นและครอบคลุมยิ่งขึ้น ซึ่งในอนาคตจะรวมการกำกับดูแล “Investment Token” และ “Utility Token ไม่พร้อมใช้” มาอยู่ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ด้วย



* กำกับดูแลการออกเสนอขายและผู้ประกอบธุรกิจ

** กำกับดูแลผู้ประกอบธุรกิจ (exchange broker dealer และอื่น ๆ ตามที่ สมต. คลัง ประกาศเพิ่มเติม)

นอกจากนี้ หากในอนาคต “Investment Token” และ “Utility Token ไม่พร้อมใช้” ถูกกำกับดูแลเป็นหลักทรัพย์ จะส่งผลให้ผู้ประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลและผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (ICO Portal) ที่จะให้บริการเกี่ยวกับโทเคนดิจิทัลทั้งสองกลุ่มนี้จะต้องได้รับใบอนุญาตหรือความเห็นชอบภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ด้วย

อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ผู้ประกอบการธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลและ ICO Portal ที่ได้รับใบอนุญาตหรือความเห็นชอบภายใต้ พ.ร.ก. การประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลฯ ไปแล้วนั้น สามารถประกอบธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง ก.ล.ต. จึงเสนอให้ปรับปรุงแก้ไข พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ เพื่อรองรับผู้ประกอบการศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange) ไปในคราวเดียวกัน และจะได้มีการปรับปรุงกฎหมายเพื่อรองรับผู้ประกอบการธุรกิจอื่น ๆ รวมทั้ง ICO Portal ให้สามารถมาให้บริการในฝั่งหลักทรัพย์ได้ต่อไป

ดังนั้น ไม่ว่าจะเป็นการกำกับดูแล STO และ ICO ในปัจจุบัน หรือแนวทางการกำกับดูแลในอนาคต ทั้งหมดนี้เพื่อทำให้มีการกำกับดูแลอย่างเท่าเทียม ให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเหมาะสม และไม่เกิด regulatory arbitrage ระหว่างหลักทรัพย์และโทเคนดิจิทัล รวมทั้งส่งเสริมการพัฒนาเทคโนโลยีใหม่ ๆ ในตลาดทุนไทย

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์