

นางสาวนภนวลพรรณ ภาวสันต์

ผู้อำนวยการฝ่ายส่งเสริมเทคโนโลยีทางการเงิน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

เมื่อเทคโนโลยีด้านการเงินและการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มาบรรจบกัน โดยมีกลไกคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอเหมาะสม ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เราจึงมีการลงทุนรูปแบบใหม่ที่เรียกว่า “Real Estate-backed ICO” หรือ “โทเคนดิจิทัลที่มีอสังหาริมทรัพย์” หรือ *กระแสรายรับจากอสังหาริมทรัพย์* เป็นทรัพย์สินอ้างอิง”

กว่าจะมาเป็น Real Estate-backed ICO

Real Estate-backed ICO มีแนวคิดมาจากการแปลงทรัพย์สินเป็นโทเคนดิจิทัล (tokenization) โดยนำเทคโนโลยี เช่น บล็อกเชน มาใช้ในการออกโทเคนดิจิทัล เพื่อเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป (Initial Coin Offering หรือ ICO) และนำเงินที่ได้ไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยผู้ถือโทเคนดิจิทัลจะได้รับผลตอบแทนสิทธิ หรือประโยชน์ต่าง ๆ ตามที่ผู้ออกโทเคนดิจิทัลกำหนด

การออก ICO ในประเทศไทยอยู่ภายใต้พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 ซึ่งกำหนดให้ผู้ออกโทเคนดิจิทัลต้องได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. มีการเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนด และต้องเสนอขายผ่านผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (ICO Portal) ที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. เพื่อให้มีกลไกคุ้มครองผู้ลงทุนอย่างเพียงพอเหมาะสม

ดังนั้น เพื่อสนับสนุนการนำเทคโนโลยีมาใช้ในตลาดทุนในการเพิ่มช่องทางในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบการ และเพิ่มทางเลือกลงทุนของผู้ลงทุน เมื่อต้นปี 2564 ก.ล.ต. จึงปรับปรุงหลักเกณฑ์เพื่อรองรับการออกเสนอขาย Real Estate-backed ICO ซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีโครงการหรือทรัพย์สินรองรับ ทั้งนี้ในปัจจุบัน มีผู้ยื่นคำขออนุญาตออกเสนอขายแล้ว 1 ราย มูลค่าการระดมทุน 2,400 ล้านบาท และมีผู้สนใจจะขออนุญาตที่อยู่ระหว่างหารือกับ ก.ล.ต. อีก 3-4 ราย

Real Estate-backed ICO ลงทุนอะไร

ผู้ออก Real Estate-backed ICO สามารถนำเงินที่ระดมทุนได้จากการออก ICO ไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ 3 วิธี ได้แก่

- (1) ซื้ออสังหาริมทรัพย์นั้นโดยตรง
- (2) ซื้อหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงไม่น้อยกว่า 75% ของบริษัทที่ถือครองอสังหาริมทรัพย์นั้น หรือ
- (3) ลงทุนในสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์

แต่ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนแบบใด อสังหาริมทรัพย์อ้างอิงนั้นต้องสร้างเสร็จ 100% พร้อมหารายได้ และมีมูลค่าการลงทุนไม่น้อยกว่า 80% ของมูลค่าโครงการ หรือไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท

นอกจากนี้ จะต้องมีกำหนดอสังหาริมทรัพย์อ้างอิงไว้โดยเฉพาะ ไม่สามารถเพิ่มหรือลดทรัพย์สินอีก ขณะที่กำหนดผลตอบแทนของ Real Estate-backed ICO ไม่จำกัดว่าต้องให้เป็นตัวเงินเท่านั้น โดยผู้ออกโทเคนดิจิทัล (Issuer) อาจกำหนดสิทธิของผู้ถือโทเคนดิจิทัลให้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของประโยชน์อื่น ๆ เช่น สิทธิในการเข้าพักหรือการใช้ประโยชน์ในอสังหาริมทรัพย์นั้นก็ได้

Real Estate-backed ICO ค้ำครองผู้ลงทุนอย่างไร

เนื่องจาก Real Estate-backed ICO มีทรัพย์สินอ้างอิงเป็นอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นการรับรองและคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุนเหนืออสังหาริมทรัพย์นั้นจึงเป็นเรื่องสำคัญ ทำให้ต้องมี “Trustee” ซึ่งเป็นผู้ถือครองทรัพย์สินโดยไม่บริหารจัดการ (Passive trust) แต่จะดูแลการทำหน้าที่ของ Issuer เช่น ติดตามการจัดการทรัพย์สินของ Issuer ให้เป็นไปตามหนังสือชี้ชวน (White paper) และดูแลรักษาสิทธิของผู้ถือโทเคนดิจิทัลด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระมัดระวัง เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือโทเคนดิจิทัล

ทั้งนี้ Trustee ต้องเป็นอิสระจาก Issuer และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต.

นอกจากนี้ ยังกำหนดให้ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนได้ไม่เกิน 300,000 บาทต่อการเสนอขายในครั้งนั้น ขณะที่ Issuer จะระดมทุนจากผู้ลงทุนรายย่อยได้ไม่เกิน 4 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่เกิน 70% ของมูลค่าที่เสนอขาย (แล้วแต่มูลค่าใดจะสูงกว่า) เนื่องจาก Real Estate-backed ICO ถือเป็นเรื่องใหม่สำหรับประเทศไทย

Real Estate-backed ICO และ REIT ความเหมือนที่แตกต่าง







Real Estate-backed ICO มีลักษณะคล้ายกับทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เพราะเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เช่นเดียวกัน แต่ยังมี ความแตกต่างกันในรายละเอียด เช่น เงื่อนไขการเพิ่มหรือลดอสังหาริมทรัพย์อ้างอิง รูปแบบของผลตอบแทน และข้อบังคับการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง โดย Real Estate-backed ICO จะกำหนดอสังหาริมทรัพย์อ้างอิงไว้โดยเฉพาะ ไม่มีการเพิ่มหรือลดทรัพย์สินอีก (specific assets) ขณะที่ REIT สามารถเพิ่มหรือลดทรัพย์สินได้ (multiple assets)


ในแง่ของ **ผลตอบแทน** Real Estate-backed ICO จะมีความยืดหยุ่นกว่า REIT เพราะผู้ออกโทเคนสามารถกำหนดผลตอบแทนเป็นเงิน สิทธิ หรือประโยชน์อื่น ๆ ก็ได้ ขณะที่ผลตอบแทนของ REIT จะเป็นเงินปันผลที่ได้จากการดำเนินงาน

รวมทั้ง Real Estate-backed ICO ไม่จำเป็นต้อง**จดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง** (ในกรณีที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดรองอาจเป็นข้อจำกัดในการซื้อขายเปลี่ยนมือหลังจากการลงทุนไปแล้ว) ขณะที่ REIT ต้องจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Real Estate-backed ICO และ REIT ความเหมือนที่แตกต่าง

แม้จะเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เหมือนกัน แต่มีความแตกต่างกันในรายละเอียด

Real Estate-backed ICO	VS	REIT
 Real Estate-backed ICO โทเคนดิจิทัลที่มีอสังหาริมทรัพย์หรือกระแสสรวยรับจากอสังหาริมทรัพย์เป็นทรัพย์สินอ้างอิง	 REIT ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	
ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ 3 วิธี <ol style="list-style-type: none"> ซื้ออสังหาริมทรัพย์โดยตรง ลงทุนในสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์ ซื้อหุ้นของนิติบุคคลเฉพาะกิจ (SPV) ที่ถือครองอสังหาริมทรัพย์นั้นไม่น้อยกว่า 75% ของสิทธิออกเสียง 	 ทรัพย์สินอ้างอิง	ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ 3 วิธี <ol style="list-style-type: none"> ซื้ออสังหาริมทรัพย์โดยตรง ลงทุนในสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์ ลงทุนทางอ้อมในหุ้นและตราสารหนี้ของบริษัท รวมถึงทรัสต์ที่ REIT มีอำนาจควบคุม
อสังหาริมทรัพย์อ้างอิงต้อง <ul style="list-style-type: none"> สร้างเสร็จ 100% พร้อมหารายได้ มีมูลค่าการลงทุนไม่น้อยกว่า 80% ของมูลค่าโครงการ หรือไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท ไม่มีการเพิ่มหรือลดทรัพย์สินอีก (specific assets)	 ทรัสต์ อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต.	อสังหาริมทรัพย์อ้างอิงต้อง <ul style="list-style-type: none"> สร้างเสร็จมากกว่า 90% พร้อมหารายได้ มีมูลค่าการลงทุนไม่น้อยกว่า 75% ของมูลค่าหน่วยทรัสต์ และต้องไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท เพิ่มหรือลดทรัพย์สินในกองทรัสต์ได้ (multiple assets)
<ul style="list-style-type: none"> เก็บรักษาทรัพย์สินโดยไม่บริหารจัดการ (passive trust) ดูแลการทำหน้าที่ของผู้ออกโทเคนดิจิทัล 	 ผลประโยชน์	<ul style="list-style-type: none"> เก็บรักษาทรัพย์สิน (active trust) มอบหมาย REIT Manager บริหารจัดการ ดูแลการทำหน้าที่ของ REIT Manager
ตามที่ผู้ออกโทเคนดิจิทัลกำหนด อาจเป็นเงิน สิทธิ หรือประโยชน์ตอบแทนอื่น	 ผู้ลงทุนรายย่อย	เงินปันผลจากการดำเนินงานของ REIT
<ul style="list-style-type: none"> เสนอขายผู้ลงทุนรายย่อยได้ไม่เกิน 4 เท่าของส่วนผู้ถือหุ้นของผู้ออกโทเคน หรือไม่เกิน 70% ของมูลค่าการเสนอขายครั้งนั้น ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนได้ไม่เกิน 300,000 บาท ต่อการเสนอขายในครั้งนั้น 	 ตลาดรอง	<ul style="list-style-type: none"> เสนอขายผู้ลงทุนรายย่อยไม่น้อยกว่า 20% ของจำนวนหน่วยที่จัดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ลงทุนรายย่อยลงทุนได้ไม่จำกัด (บุคคลหรือกลุ่มบุคคลเดียวกันถือได้ไม่เกิน 50% ของจำนวนหน่วย)
ไม่บังคับ ให้จัดทะเบียนซื้อขายในตลาดรอง		บังคับ ให้จัดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์  www.sec.or.th 1207 info@sec.or.th

Real Estate-backed ICO ยังเป็นเรื่องใหม่มากสำหรับผู้ลงทุนไทย ดังนั้นผู้ที่สนใจควรศึกษาข้อมูลภาพรวมของโครงการจากแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายโทเคนดิจิทัล (แบบ filing) และร่างหนังสือชี้ชวนในการเสนอขายโทเคนดิจิทัล เพื่อให้เข้าใจลักษณะ ความเสี่ยง ผลตอบแทน และการให้สิทธิของโทเคนดิจิทัลดังกล่าว ซึ่งอาจให้สิทธิแตกต่างกันไปในแต่ละโครงการ รวมทั้งข้อจำกัดต่าง ๆ รวมทั้งภาระทางด้านภาษีซึ่งมีความแตกต่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทอื่น โดยสามารถดูแบบ filing และ

ร่างหนังสือชี้ชวน ได้ที่เว็บไซต์ ก.ล.ต. www.sec.or.th หัวข้อ “หนังสือชี้ชวนตราสารออกใหม่” และสามารถศึกษาข้อมูลเชิงเทคนิคได้โดยดู source code ที่เปิดเผยไว้บนเว็บไซต์ เช่น www.github.com นอกจากนี้ ยังสามารถตรวจสอบรายชื่อโทเคนดิจิทัลที่ได้รับอนุญาตได้จากแอปพลิเคชัน SEC Check First หรือเว็บไซต์ ก.ล.ต. หัวข้อ “สินทรัพย์ดิจิทัล” และสอบถามข้อมูลหรือแจ้งเบาะแสได้ที่ “ศูนย์บริการประชาชน ก.ล.ต.” โทร 1207 หรือผ่านช่องทางออนไลน์ เช่น เฟซบุ๊กเพจ “สำนักงาน ก.ล.ต.” และ SEC Live Chat ที่เว็บไซต์ ก.ล.ต. ได้ตลอด 24 ชั่วโมง 7 วัน

ศึกษาข้อมูลเพิ่มเติม

Real Estate-backed ICO <https://law.sec.or.th/content/3988>

Trustee <https://law.sec.or.th/content/4664>

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์