

Securities Token Offering (STO) ...

ทางเลือกของการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ยุคดิจิทัล

Highlight

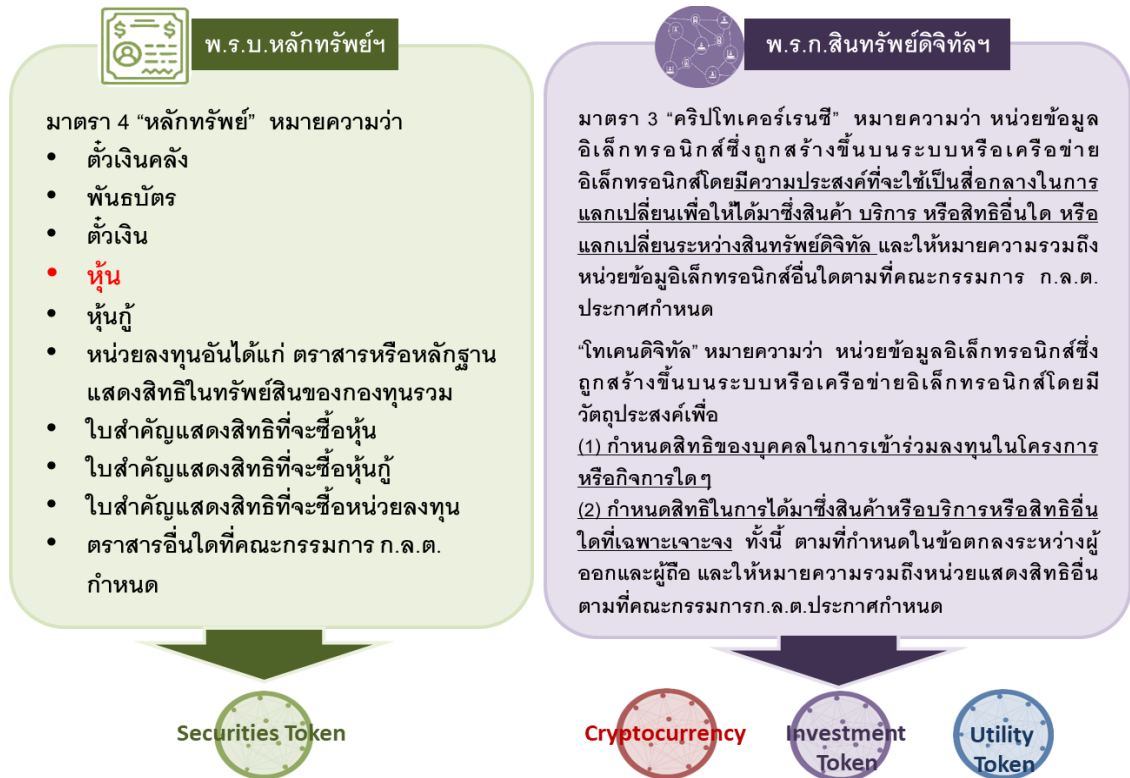
- ด้วยโครงสร้างกฎหมายของประเทศไทยในปัจจุบัน พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ เป็นกฎหมายหลักในการกำกับดูแลโทเคนดิจิทัลที่เข้าข่ายคำนิยามของหลักทรัพย์ (Securities Token) รวมถึงการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลดังกล่าวด้วย (Securities Token Offering หรือ STO)
- การระดมทุนโดยรูปแบบ STO เพิ่งจะเป็นที่รู้จักเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมาและอาจจะยังมีมูลค่าที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับ ICO แต่เป็นที่สนใจและกล่าวถึงมากขึ้น เนื่องจากการผนวกข้อดีของการระดมทุนแบบ IPO และ ICO เข้าด้วยกัน
- STO โครงการต่างๆ ในต่างประเทศจะออกและเสนอขายผ่าน Token issuance & Primary Trading Platform ในขณะที่ตลาดรองของ Securities Token ยังอยู่ในระยะเริ่มต้น โดยมีทั้งโครงการที่เป็นของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ และของ FinTech Companies
- ในส่วนของประเทศไทยนั้น ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้แต่งตั้งคณะทำงาน Digital Infrastructure for Capital Market รวมทั้งเปิดตัวโครงการแนวทางการนำ Distributed Ledger Technology (DLT) มาใช้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลของตลาดทุนไทย เริ่มที่ตราสารหนี้เอกชนเป็นโครงการนำร่อง ทำให้คาดว่าจะได้เห็นการออก Securities Token ในประเทศไทยในอนาคตอันใกล้

นับจากที่พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล (พ.ร.ก.สินทรัพย์ดิจิทัล) ได้ประกาศใช้ในปี 2561 เป็นต้นมา แนวทางการกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลของไทยก็ได้มีความชัดเจนมากขึ้นตามลำดับ ซึ่งทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้ทยอยออกประกาศต่างๆ ที่เกี่ยวข้องออกมาเป็นระยะๆ อย่างไรก็ตาม ด้วยโครงสร้างกฎหมายของประเทศไทยเอง ทำให้ต้องจำแนกกฎหมายหลักที่กำกับการออกและเสนอขายโทเคนดิจิทัลเป็น 2 ฉบับ โดยพิจารณาจากรูปแบบของโทเคนดิจิทัลเป็นหลัก ได้แก่ พ.ร.ก.สินทรัพย์ดิจิทัล¹ (ในกรณีที่โทเคนดิจิทัลดังกล่าวเข้าข่ายคำนิยามของคริปโตเคอร์เรนซี (Cryptocurrency) หรือโทเคนดิจิทัลซึ่งไม่ตรงกับคำนิยามของ “หลักทรัพย์” ตามพ.ร.บ.หลักทรัพย์ (Investment Token หรือ Utility Token)) และพ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ (ในกรณีที่รูปแบบโทเคนดิจิทัลเข้าข่ายคำนิยามของ “หลักทรัพย์” ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ที่เรียกว่า Securities Token) ทั้งนี้ ในปัจจุบันผู้ประกอบการที่ได้รับอนุญาต / ได้รับความเห็นชอบภายใต้ พ.ร.ก.สินทรัพย์ดิจิทัล ไม่ว่าจะเป็นศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Exchange) นายหน้าซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Broker) และผู้ค้าสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Asset Dealer) หรือผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (ICO Portal) จะยังไม่สามารถเข้ามาให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ Securities Token ซึ่งอยู่ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ได้โดยอัตโนมัติ เพราะอยู่ภายใต้คนละกฎหมาย

¹ คริปโตเคอร์เรนซี หมายความว่า หน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งถูกสร้างขึ้นบนระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ โดยมีความประสงค์ที่จะใช้เป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยนเพื่อให้ได้มาซึ่งสินค้า บริการ หรือสิทธิอื่นใด หรือแลกเปลี่ยนระหว่างสินทรัพย์ดิจิทัลและให้หมายความรวมถึงหน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์อื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

โทเคนดิจิทัล หมายความว่า หน่วยข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ซึ่งถูกสร้างขึ้นบนระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) กำหนดสิทธิของบุคคลในการเข้าร่วมลงทุนในโครงการหรือกิจการใดๆ (Investment token) (2) กำหนดสิทธิในการได้มาซึ่งสินค้าหรือบริการหรือสิทธิอื่นใดที่เฉพาะเจาะจง ทั้งนี้ ตามที่กำหนดในข้อตกลงระหว่างผู้ออกและผู้ถือ และให้หมายความรวมถึงหน่วยแสดงสิทธิอื่นตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด (Utility token)

ภาพที่ 1: โทเคนดิจิทัลภายใต้พ.ร.บ.หลักทรัพย์และพ.ร.ก.สินทรัพย์ดิจิทัล



ทั้งนี้ ธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัลในไทยยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นและมีโอกาสเติบโต โดยในปัจจุบัน (ณ วันที่ 18 พฤศจิกายน 2562) มีผู้ได้รับอนุญาตประกอบธุรกิจ Digital Asset Exchange 4 ราย (รวมที่ยังไม่เริ่มประกอบธุรกิจ 2 ราย) Digital Asset Broker 3 ราย (รวมที่ยังไม่เริ่มประกอบธุรกิจ 2 ราย) และ ICO Portal 3 ราย โดยในประเทศไทยยังไม่มีผู้ได้รับอนุญาตให้เสนอขายโทเคนดิจิทัลทั้งที่อยู่ในรูปแบบของหลักทรัพย์ (Securities Token Offering: STO Issuer) หรือรูปแบบที่ไม่ใช่หลักทรัพย์ (ICO Issuer)

การระดมทุนโดยรูปแบบ STO เพิ่งจะเป็นที่รู้จักเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมาและอาจจะยังมีมูลค่าที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับ ICO แต่เป็นที่สนใจและกล่าวถึงมากขึ้น เนื่องจากเป็นการผนวกข้อดีของการระดมทุนแบบ IPO และ ICO เข้าด้วยกัน

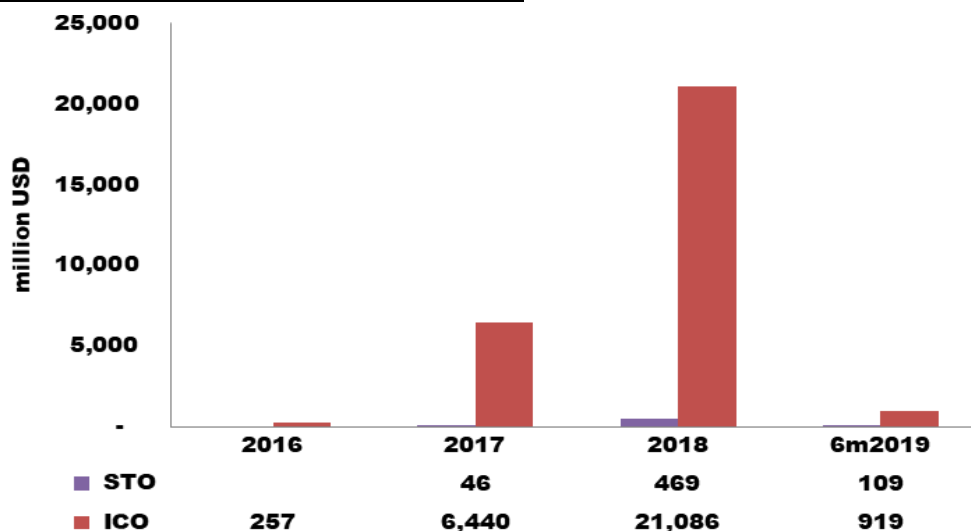
ข้อมูลจาก CoinSchedule ระบุมูลค่า Total Funds Raised ของ Initial Coin Offering (ICO)² และ STO ในช่วงปี 2016 จนถึงครึ่งแรกของปีนี้ ดังแสดงตามภาพด้านล่างนี้ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการระดมทุนโดยรูปแบบ STO เพิ่งจะเป็นที่รู้จักเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมา และอาจจะยังมีมูลค่าที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับ ICO โดย STO มีมูลค่าการระดมทุนอยู่ที่ USD469 million ในปีที่ผ่านมา และ USD109 million ในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ อย่างไรก็ตาม การระดมทุนโดย (ICO) ทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมาเริ่มได้รับความสนใจลดลงอย่างมากจาก USD21,086 million ในปีที่ผ่านมา มาอยู่ที่ USD919 million อันเป็นผลมาจากความล้มเหลวของหลายโครงการที่ตั้งขึ้นมาและเป็นการหลอกลวงเงินจากนักลงทุน โดยข้อมูลจาก Satis Group (2018) ระบุว่า ประมาณร้อยละ 80 ของ ICO ในปี 2560 เป็นหลอกลวง (scam) คือโครงการที่เอาเงินอย่างเดียว

2 Initial Coin Offering คือการระดมทุนแบบดิจิทัลด้วยการเสนอขายโทเคนดิจิทัล ผ่านระบบบล็อกเชนต่อสาธารณะชน

โดยมิได้ทำโครงการใดๆ ขณะที่การระดมทุนโดยการออกและเสนอขาย Securities Token เป็นที่สนใจและกล่าวถึงมากขึ้น เนื่องจากเป็นการผนวกข้อดีของการระดมทุนแบบ IPO และ ICO เข้าด้วยกัน โดยสรุปได้ดังนี้

- มีความน่าเชื่อถือมากกว่า ICO โดย Securities Token ในหลายประเทศจะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของทางการ เนื่องจากเข้าข่ายของหลักทรัพย์ ทำให้ในแง่ของนักลงทุนเองก็จะได้รับความคุ้มครองด้วย ขณะที่บางประเทศยังไม่มีกฎหมายที่ชัดเจนในการกำกับดูแล ICO
- ต้นทุนในการระดมทุนต่ำกว่าการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) เพราะสามารถทำผ่านทาง online โดยใช้เทคโนโลยี Blockchain ทำให้ลดขั้นตอนและเสนอขายได้อย่างสะดวกและรวดเร็วกว่า
- เพิ่มโอกาสการลงทุนให้นักลงทุนทั่วไปเข้าถึงได้ง่ายขึ้น และสามารถเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ในหน่วยที่เล็กลงได้ (enable fractional ownership)
- Securities Token มีมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ในตัวของมันเอง เนื่องจากเข้าข่ายของหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างจาก Utility Token ที่มีมูลค่าขึ้นอยู่กับการใช้งานสินค้า/บริการในโครงการที่กำหนดในอนาคต

ภาพที่ 2: **Total Fund Raised: ICO & STO**



* Including USD1.7 bn Telegram ICO and USD4.1 bn EOS ICO

Source: CoinSchedule

จากการพิจารณาข้อมูล Global STO Study (2019) จัดทำโดย BlockState ซึ่งรวบรวมข้อมูลโครงการ STO จากทั่วโลกกว่า 120 โครงการจนถึงเดือนมิถุนายน 2562 เพื่อให้ทราบถึงสถานการณ์ของ STO ในปัจจุบัน พบข้อมูลที่น่าสนใจสรุปได้ตามภาพที่ 3 ดังนี้

- สหรัฐอเมริกา เป็นประเทศที่มีจำนวนและมูลค่าการระดมทุนโดย STO มากที่สุดในโลก
- ภาคธุรกิจการเงินการธนาคารเป็นภาคธุรกิจที่มีจำนวนและมูลค่าการระดมทุนมากที่สุด
- ตราสารทุนเป็นรูปแบบของหลักทรัพย์ที่นิยมนำมาออก Securities Token มากที่สุดถึงร้อยละ 75 รองลงมาได้แก่ Asset backed อื่นๆร้อยละ 15 และตราสารหนี้ร้อยละ 10

ภาพที่ 3: **STO Statistics**

Top 5 Countries by no. of STOs  • USA 34 • Switzerland 14 • UK 11 • Germany 5 • Estonia 5	Top 5 Countries by Amount raised  • USA (USD559m) • Switzerland • UAE • Belarus • HongKong	
Top 5 Industry by no. of STOs • Finance & Banking • Blockchain • Real Estate • Service • Technology	Top 5 Industry by Amount raised • Finance & Banking • Real Estate • Blockchain • Technology • Service	Asset Classes tokenized • Equity 75% • Asset backed 15% • Debt 10%

Source: Blockstate's Global STO Study (2019)

STO โครงการต่างๆในต่างประเทศ ออกและเสนอขายผ่าน Token issuance & Primary trading platform ในขณะที่ตลาดรอง ของ Securities Token ยังอยู่ในระยะเริ่มต้น ในส่วนของประเทศไทยนั้น แม้ว่า Securities Token จะอยู่ภายใต้ พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ แต่ในทางปฏิบัติยังคงต้องรอความชัดเจนเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ประกอบในรายละเอียดอื่นๆ

ทั้งนี้ STO โครงการต่างๆที่เกิดขึ้นแล้วในต่างประเทศเป็นการออกและเสนอขายในตลาดแรก (Primary Market) โดยผ่าน Token issuance & Primary trading platform ซึ่งได้เริ่มมี platform ต่างๆทยอยเกิดขึ้นตามลำดับ ตัวอย่างของ platform ขนาดใหญ่ในต่างประเทศ เช่น Polymath Tokeny Harbor SWARM เป็นต้น ซึ่งแต่ละ platform ก็จะมีรูปแบบที่แตกต่างกัน โดยแม้บางแห่งจะให้บริการหลักในส่วน Token Issuance แต่ก็มีบริการในส่วนของ Wallet ด้วยหรือบางแห่งมีบริการในส่วนของ Exchange ด้วย

ภาพที่ 4: ตัวอย่าง **Token Issuance & Primary Trading Platform**

Platform	Country	Features			
		Token Issuance	KYC/ AML	Wallets	Exchange
 POLYMATH	Canada	✓	✓	x	x
 tokeny	Luxembourg	✓	✓	x	x
 TOKEND	Ukraine	✓	✓	✓	✓
 HARBOR	USA	✓	✓	x	x
 SWARM	USA	✓	x	x	✓

Source: รวบรวมโดย ASCO และ <https://www.dappros.com/201904/state-of-security-token-platforms->

ในขณะที่ตลาดรอง (Secondary Market) ของ Securities Token ยังอยู่ในระยะเริ่มต้น โดยหลายๆโครงการเกี่ยวกับ Securities Token Exchange มีทั้งที่กำลังอยู่ระหว่างการทดลองและพัฒนา รวมถึงอยู่ระหว่างการหารือเพื่อทำให้ออกตามกฎเกณฑ์ของหน่วยงานกำกับฯ ไปจนถึงโครงการที่ LIVE ไปแล้ว ในจำนวนโครงการเหล่านั้นมีทั้งที่เป็นโครงการของตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศเอง อาทิเช่น SIX Swiss Exchange ที่ได้ตั้ง SIX Digital Exchange (SDX) หรือ London Stock Exchange ที่ทดลองการออก Securities Token ไปเมื่อเดือนเมษายนที่ผ่านมา นอกจากนั้น ยังมี Exchange ที่สร้างโดย FinTech companies อาทิเช่น tZero /Open Finance Network/ Sharespost/ Templum ที่เริ่มให้บริการแล้ว และอีกหลายแห่งที่จะเปิดให้บริการเพิ่มอีกในอนาคต

ภาพที่ 5: ตัวอย่าง Securities Token Exchange

Exchanges	Country	Status	Description
 tZero	USA	Live	- Open to retail and accredited investors in the US as well as accredited investors globally. - Currently trading one security token, the Tzero Equity Token.
 Open Finance	USA	Live	- Open to accredited investors globally. - Currently trading five security tokens, SPICE VC, Blockchain Capital, Protos, Lottery.com, and 22x Fund.
 SIX Digital Exchange	Switzerland	In development	- The developing SIX Digital Exchange will not be launched until Q4/2020 - The exchange plan to handle the trading and settlement of security tokens, and facilitate a STO for SIX Digital Exchange itself.
 London Stock Exchange	UK	In development	- Successful test trade of 20/30 tokenized equity completed on LSE's Turquoise equity trading service. - Tokens are not really available for trade as they have been locked up for a year, and after that will open to only institutional traders
 1Exchange (1X)	Singapore	Live	- Aggregate Asset Management (AAM) unit trusts has listed on 1exchange on July 2019 - Open to accredited investors only

Source: รวบรวมโดย ASCO และ <https://www.medium.com>

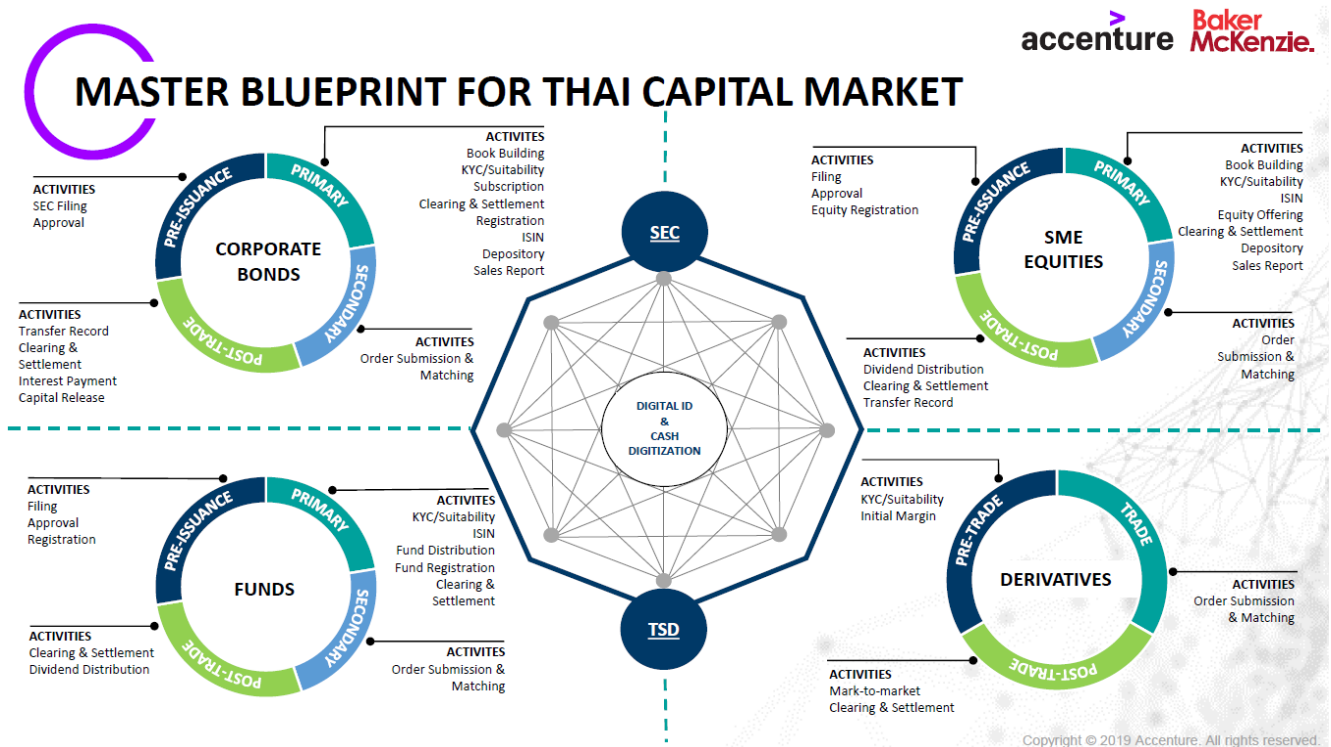
ในส่วนของประเทศไทยนั้น แม้ว่า Securities Token จะอยู่ภายใต้กรอบของ พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ แต่การออก Securities Token ในทางปฏิบัติยังคงต้องรอความชัดเจนเกี่ยวกับกฎเกณฑ์ประกอบในรายละเอียดอื่นๆ ที่ต้องพิจารณาให้ครอบคลุมถึงกระบวนการตั้งแต่ออกและเสนอขาย ไปจนถึงการชำระราคาและส่งมอบที่เป็นแบบอิเล็กทรอนิกส์ทั้งหมด ซึ่งล่าสุดนั้น ทางสำนักงาน ก.ล.ต. ได้แต่งตั้งคณะทำงาน Digital Infrastructure for Capital Market ซึ่งมีเลขาธิการ ก.ล.ต. เป็นประธาน และมีผู้แทนองค์กรจากหลายภาคส่วน รวมทั้งได้แถลงข่าวเปิดตัวโครงการแนวทางการนำ Distributed Ledger Technology (DLT) มาใช้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลของตลาดทุนไทย ซึ่งเป็นการนำเทคโนโลยี DLT มาประยุกต์ใช้กับกระบวนการตั้งแต่การออกและเสนอขาย ทั้งการซื้อขายในตลาดแรกและตลาดรอง ไปจนถึงกระบวนการหลังการซื้อขาย โดยคณะทำงานฯ ได้ร่วมกันพิจารณาผังโครงการต้นแบบสำหรับตลาดทุนไทย

Capital Markets Note

By ASCO

(Master Blueprint for Thai Capital Market) เป็นที่เรียบร้อยแล้ว ดังรายละเอียดตามแผนภาพที่ 6 ด้านล่าง ทั้งนี้โครงการจะประกอบไปด้วย platform ย่อย 4 platforms ของ 4 ผลิตภัณฑ์ ได้แก่ ตราสารหนี้เอกชน หุ้นเอสเอ็มอี กองทุน และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ทั้งนี้ จะเริ่มที่ตราสารหนี้เอกชนเป็นโครงการนำร่องก่อน ทำให้คาดว่าจะได้เห็นการออก Securities Token ในประเทศไทยในอนาคตอันใกล้ ซึ่งสมาคมเองก็ได้ส่งผู้แทนร่วมในคณะทำงานชุดดังกล่าวด้วยและจะได้ติดตามความคืบหน้าของพัฒนาการดังกล่าวเป็นระยะๆต่อไป

ภาพที่ 6: ตัวอย่าง **SEC's Master Blueprint for Thai Capital Market**



Source: SEC

Disclaimer:

เอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทยเพื่อเผยแพร่ข้อมูลและเพื่อการศึกษาเท่านั้น ซึ่งจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ที่นำเสนอ โดยข้อมูลดังกล่าวเป็นเพียงข้อมูล ณ วันที่ปรากฏในเอกสารเท่านั้น จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ สมาคมมิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความสมบูรณ์ ความถูกต้องครบถ้วน ทันกาลทันเวลาของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด สมาคมไม่รับผิดชอบต่อบุคคลใดๆ จากการเรียกร้องใดๆ ไม่ว่าในทางสัญญา ในการทำละเมิด รวมถึงความประมาท หรือเหตุอื่นใด ที่เกิดจากการตัดสินใจ หรือการกระทำใดๆ ที่เกิดจากความเชื่อถือในเอกสารดังกล่าว หรือในความเสียหาย ความสูญหาย ค่าสินไหมทดแทน หรือความรับผิดใดๆ รวมถึงการสูญหายของข้อมูลหรือผลประโยชน์ ถึงแม้ว่าสมาคมจะได้รับแจ้งว่าจะเกิดความเสียหายดังกล่าวขึ้นได้ก็ตาม