

ผลการรับฟังความคิดเห็นจากผู้เกี่ยวข้อง (hearing) หลักการ

เรื่อง แนวทางการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO private sale และ public pre-sale

1. การรับฟังความคิดเห็น ผ่านทางเว็บไซต์สำนักงาน ก.ล.ต. (www.sec.or.th) จำนวน 1 ครั้ง
2. เมื่อวันที่ 17 ธ.ค. 2561 – 31 ธ.ค. 2561
3. ผู้จัดส่งความคิดเห็น จำนวน 5 ราย
ชมรมวณิชชกรกิจ 1 แห่ง
ผู้ที่สนใจเป็น ICO portal 2 ราย
ผู้ที่สนใจระดมทุน 1 ราย
ผู้ลงทุนรายย่อย 1 ราย

4. ทิวมา

ภายใต้พระราชกำหนดการประกอบธุรกิจสินทรัพย์ดิจิทัล พ.ศ. 2561 (“พ.ร.ก.”) ในการเสนอขายโทเคนดิจิทัลที่ออกใหม่ต่อประชาชน บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดซึ่งจัดตั้งภายใต้กฎหมายไทย และประสงค์จะระดมทุนผ่าน ICO ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานก่อนการเสนอขาย และต้องเสนอขายผ่านผู้ให้บริการระบบเสนอขายโทเคนดิจิทัล (“ICO portal”) รวมทั้งต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน (“แบบ filing”) ต่อสำนักงาน ทั้งนี้ คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจประกาศยกเว้นการยื่นแบบ filing สำหรับโทเคนดิจิทัลบางประเภทหรือการเสนอขายบางลักษณะได้

ในทางปฏิบัติโดยทั่วไป ก่อนการเสนอขาย public round ผู้ระดมทุนอาจมีการเสนอขายโทเคนดิจิทัลต่อบุคคลเฉพาะกลุ่ม เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายเบื้องต้นในการทำ ICO หรือเพื่อให้ได้ commitment จากผู้ที่สามารถ contribute สิ่งที่เป็นประโยชน์กับ project เช่น network และคำแนะนำ หรือเป็นการทดสอบความสนใจใน project ซึ่งอาจแบ่งได้เป็น 3 phase ดังนี้

1. Pre-ICO/seed round: เป็นการระดมทุนในช่วงเริ่มต้นของกิจการในจำนวนที่ไม่สูงนักจากผู้ลงทุนในวงแคบ เช่น คนรู้จัก/angel investor เป็นต้น เพื่อครอบคลุมค่าใช้จ่ายเบื้องต้นของการเริ่มทำ project และการออก ICO ในอนาคต โดยข้อมูลที่เปิดเผยต่อผู้ลงทุนจะจำกัดมาก ทั้งนี้ ผู้ลงทุนในระยะดังกล่าวมักได้รับ discount หรือ bonus (ได้รับจำนวนโทเคนดิจิทัลเพิ่มเติม) ค่อนข้างมากเพื่อชดเชยความเสี่ยงของการลงทุนในช่วงที่ยังมีความไม่แน่นอนของ project สูง ในฐานะผู้ให้เงินทุนให้สามารถเริ่มดำเนิน project ได้

2. Private sale: เมื่อรายละเอียดของ project ชัดเจนขึ้นระดับหนึ่ง และกิจการได้จัดทำ whitepaper เบื้องต้นแล้ว (ยังไม่ใช่ whitepaper ที่ผ่าน ก.ล.ต.) กิจการอาจประสงค์จะระดมทุนจากผู้ลงทุนสถาบัน sophisticated investor ที่มีความรู้ความเข้าใจ (เช่น venture capital/private equity) และผู้ลงทุนที่มีฐานะดีซึ่งสามารถรับความเสี่ยงได้ก่อนทำ public ICO โดยกิจการมักกำหนดมูลค่าการลงทุนขั้นต่ำของผู้ลงทุนแต่ละรายไว้ค่อนข้างสูง และอาจมีการทำ white list ของผู้ที่สามารถลงทุนใน private sale ดังกล่าวก่อนการลงทุน ซึ่งผู้ที่ประสงค์จะลงทุนอาจต้องส่งเอกสารเพื่อพิสูจน์ความเป็นผู้ลงทุนสถาบัน/sophisticated investor/ผู้ลงทุนที่มีฐานะดีก่อนที่จะได้อยู่ใน white list ดังกล่าว ทั้งนี้ เนื่องจากผู้ลงทุนในรอบ private sale มักลงทุนในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญต่อ project ประกอบกับในหลายกรณี ผู้ลงทุนในรอบ private sale สามารถ contribute ต่อความสำเร็จของ project (เช่น สามารถให้คำแนะนำหรือมี network ที่สามารถช่วยพัฒนาแนวคิด/แนวทางดำเนินการของ project ได้) ผู้ลงทุนดังกล่าวจึงมักจะได้รับ discount หรือ bonus เป็นการตอบแทนด้วยเช่นกัน (อาจไม่สูงเท่าผู้ลงทุนรอบ pre-ICO)

3. Public pre-sale: ก่อน public ICO เมื่อ whitepaper ของโครงการนิ่งแล้ว (แบบ filing ที่ยื่นต่อ ก.ล.ต. มีผลใช้บังคับ) กิจการอาจประสงค์จะระดมทุนผ่าน public pre-sale ซึ่งอาจเสนอขายต่อผู้ลงทุนทุกประเภท (รวมถึงผู้ลงทุนรายย่อย) เพื่อวัดความนิยมใน project โดยอาจกำหนดมูลค่าการลงทุนขั้นต่ำของผู้ลงทุนแต่ละราย รวมทั้งอาจมีการให้ discount หรือ bonus ด้วย (อาจไม่สูงเท่ารอบ pre-ICO และ private sale)

เนื่องจากกระบวนการข้างต้นบางส่วนเกิดขึ้นก่อนแบบ filing มีผลบังคับใช้ และอาจมีการให้ discount จูงใจ ทำให้ผู้ซื้อได้โทเคนดิจิทัลในราคาต่างกัน สำนักงานจึงเห็นว่า ควรปรับปรุงหลักเกณฑ์เพื่อรองรับกระบวนการดังกล่าวให้ยังสามารถดำเนินการได้โดยไม่ขัดกับแนวปฏิบัติสากล และไม่เป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนในประเทศไทย ขณะเดียวกันก็ยังให้ความคุ้มครองและความเป็นธรรมตามสมควรแก่ผู้ลงทุน

สำนักงานขอรับฟังความคิดเห็นจากผู้เกี่ยวข้องเกี่ยวกับหลักการการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO private sale และ public pre-sale เพื่อออกเกณฑ์การกำกับดูแลที่เหมาะสมต่อไป

5. ประเด็นสำคัญ: จากการเปิดรับฟังความคิดเห็น ผู้แสดงความเห็นจำนวน 5 ราย ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับแนวทางที่สำนักงานเสนอ โดยมีความเห็นเพิ่มเติม ดังนี้

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
1. การจำกัดจำนวนผู้ลงทุน วงเงินระดมทุน หรือประเภทผู้ลงทุนในการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale		
(1) ผู้ลงทุนจำนวนไม่เกิน 50 ราย โดยผู้ลงทุนดังกล่าวต้องเป็นผู้ก่อตั้ง (founder) หรือผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับกิจการอยู่แล้วตั้งแต่ก่อนการเสนอขายดังกล่าว (เช่น เครือญาติที่ปรึกษา พนักงาน เป็นต้น) ภายในรอบระยะเวลา 12 เดือน; หรือ	เห็นควรให้พิจารณาการกำหนดนิยามคำว่า “ผู้มีความเกี่ยวข้องกับกิจการ” ให้ชัดเจน	สำนักงานจะกำหนดนิยามดังกล่าวให้ชัดเจนยิ่งขึ้นและซักซ้อมความเข้าใจกับ stakeholders ต่อไป
	การนับจำนวนผู้ลงทุนไม่เกิน 50 รายนั้น นับเฉพาะการเสนอขายในครั้งนี้ หรือนับย้อนหลังภายในรอบระยะเวลา 12 เดือน	นับย้อนหลังภายในระยะเวลา 12 เดือน
(2) จำนวนเงินระดมทุนไม่เกิน 20 ล้านบาท ภายในระยะเวลา 12 เดือน; หรือ	เห็นควรเพิ่มจำนวนเงินระดมทุนเป็น 50 ล้านบาท	จากการจัด focus group กับผู้เชี่ยวชาญด้านสินทรัพย์ดิจิทัลและผู้มีประสบการณ์ในการระดมทุนด้วยกระบวนการ ICO เห็นว่าจำนวนเงินระดมทุนที่ไม่เกิน 20 ล้านบาท มีความเหมาะสมและเพียงพอต่อการระดมทุนในช่วงเริ่มต้นกิจการเพื่อครอบคลุมค่าใช้จ่ายเบื้องต้นของการเริ่มทำ project และการออก ICO ในอนาคต นอกจากนี้ ผู้สนใจระดมทุนด้วยการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale ยังสามารถระดมทุนมากกว่า 20 ล้านบาท ได้หากเงื่อนไขของการเสนอขายเป็นไป

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
		ตามข้อ 1.(1) หรือ 1.(3) เช่น เป็นการเสนอขายต่อผู้มีความเกี่ยวข้องกับกิจการจำนวนไม่เกิน 50 ราย ในระยะเวลา 12 เดือน หรือเป็นการเสนอขายเฉพาะต่อผู้ลงทุนสถาบัน นิติบุคคลร่วมลงทุน กิจการเงินร่วมลงทุน หรือผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ เป็นต้น
	เห็นควรกำหนดประเภทผู้ลงทุนเพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อผู้ลงทุนรายย่อยที่ขาดความเข้าใจต่อการเสนอขายโทเคนดิจิทัล	การจำกัดจำนวนเงินระดมทุนที่ไม่เกิน 20 ล้านบาท ในระยะเวลา 12 เดือน เป็นกระบวนการที่ช่วยจำกัดความเสี่ยงหายสำหรับผู้ลงทุนรายย่อย นอกจากนี้ ก่อนการจองซื้อโทเคนดิจิทัล ผู้ลงทุนรายย่อยต้องทำแบบทดสอบความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนที่จัดทำโดย ICO portal ได้ถูกหมดทุกข้อด้วย
(3) เป็นการเสนอขายเฉพาะต่อผู้ลงทุนสถาบัน นิติบุคคลร่วมลงทุน (venture capital) กิจการเงินร่วมลงทุน (private equity) หรือผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษ (ultra-high net worth investor)	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
2. หน้าที่ของ ICO portal ในการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale		
(1) การทำหน้าที่ในการคัดกรองผู้ระดมทุนจากผู้ที่ไม่สุจริต	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	
(2) การตรวจสอบ source code ใน smart contract ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายดังกล่าว (ถ้ามี)	เห็นควรละเว้นการตรวจสอบ smart contract ในช่วง pre-ICO และ private sale เพื่อลดภาระต่อผู้ออกเสนอขาย (issuer) เนื่องจากภาระระดมทุนในรอบดังกล่าวมีจุดประสงค์เพื่อการเริ่มต้นกิจการ	สำนักงานไม่ได้กำหนดให้ผู้เสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale ต้องมี smart contract แต่หากมีการนำ smart contract มาใช้ประกอบการเสนอขาย ICO portal ก็มีหน้าที่ในการตรวจสอบ source code ใน smart contract ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขาย ให้ตรงตามข้อมูลที่ผู้เสนอขายแจ้งกับผู้ลงทุนด้วย
(3) การมีกระบวนการเพื่อทำความรู้จักตัวตนและประเภทของผู้ลงทุน (“Know-Your-Client – “KYC”)	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	
(4) การปฏิบัติตามกฎหมายว่าด้วยการป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	
(5) การดำเนินการให้แน่ใจได้ว่าไม่มีการเสนอขายนอกวงจำกัด ตามข้อ 2.1	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	
(6) การยื่นรายงานสรุปธุรกรรมการเสนอขายโทเคนดิจิทัลที่ ICO portal เป็นผู้ให้บริการ	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
(7) การจัดเก็บข้อมูลเกี่ยวกับการให้บริการที่เกี่ยวข้อง ให้สามารถแสดงต่อสำนักงานได้ เมื่อสำนักงานร้องขอ	เห็นด้วยกับเกณฑ์ของสำนักงาน	
3. การอนุญาตเป็นการทั่วไป		
ระดมทุนด้วยการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale ควรได้รับอนุญาตจากสำนักงานเป็นการทั่วไป (ผู้ประสงค์จะระดมทุนไม่ต้องยื่นคำขออนุญาตต่อสำนักงาน) รวมทั้งไม่ต้องยื่นแบบ filing โดยให้ผู้ระดมทุนรายงานผลการขายต่อสำนักงานภายใน 15 วัน นับแต่วันปิดขาย	เห็นควรให้มีการตรวจสอบจากสำนักงาน ก่อนที่จะสามารถเปิดระดมทุนได้ เพื่อช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยมั่นใจได้ว่าการตรวจสอบแล้ว	เนื่องจากการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale เป็นการเสนอขายในวงจำกัด มีกลไกการจำกัดความเสียหายของผู้ลงทุนรายย่อยด้วยการจำกัดจำนวนผู้ลงทุนและวงเงินระดมทุนแล้ว นอกจากนี้ การเสนอขายดังกล่าวยังต้องผ่านการคัดกรองของ ICO portal ที่ได้ความเห็นชอบจากสำนักงาน เพื่อลดภาระและระยะเวลาในการระดมทุน สำนักงานจึงเห็นควรให้การเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale ได้รับอนุญาตจากสำนักงานเป็นการทั่วไป
	เห็นควรให้พิจารณาบททวนหลักเกณฑ์ที่เสนอกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัด เพื่อไม่ให้มีความเหลื่อมล้ำกัน	สำนักงานพิจารณาแล้วเห็นว่า เงื่อนไขในการระดมทุนและการรายงานข้อมูลที่เสนอสามารถเทียบเคียงได้กับเกณฑ์การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัด อย่างไรก็ตาม เนื่องจากวิธีการระดมทุนด้วยหลักทรัพย์และโทเคนดิจิทัลมีความแตกต่างกัน ทั้งประเภทของโครงการ ลักษณะและ

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
		<p>คุณสมบัติของบริษัทที่เข้ามาระดมทุน และสิทธิที่ผู้ลงทุนพึงได้รับจากการลงทุน สำนักงานจึงเห็นว่ายังควรนำหลักการจำกัดความเสียหายของผู้ลงทุนรายย่อยมาใช้ในการกำกับดูแลการเสนอขายโทเคนดิจิทัลแบบ pre-ICO และ private sale แต่อาจไม่มีความจำเป็นต้องปรับเกณฑ์ด้านหลักทรัพย์ให้เหมือนกัน ทั้งนี้ ควรต้องคำนึงถึงลักษณะการอนุญาตที่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติสากลและไม่เป็นภาระแก่ผู้ระดมทุนมากเกินไปจนความจำเป็นด้วย</p>
<p>4. การป้องกันการเอาเปรียบผู้ลงทุนในช่วง public ICO อย่างไม่เป็นธรรม</p>		
<p>ควรกำหนดให้มีการกระจายโทเคนดิจิทัลให้ผู้ลงทุนทุกกลุ่มพร้อมกันภายหลังปิดการเสนอขาย public round รวมทั้งกำหนดระยะเวลาที่ห้ามผู้ลงทุนที่ได้รับโทเคนดิจิทัลในราคา discount/ได้รับ bonus ขายโทเคนดิจิทัล (lock-up period) เป็นระยะเวลา 6 เดือน นับจากวันแรกของการกระจายโทเคนดิจิทัล</p>	<p>เมื่อพ้นกำหนด lock-up แล้ว ผู้ลงทุนในช่วง pre-ICO private sale หรือ public pre-sale สามารถนำโทเคนดิจิทัลไปกระจายต่อได้หรือไม่</p>	<p>เมื่อพ้นกำหนด lock-up period แล้ว ผู้ลงทุนสามารถนำโทเคนดิจิทัลไปซื้อ-ขายได้ในตลาดรอง หรือสามารถซื้อ-ขาย เปลี่ยนมือระหว่างบุคคลได้</p>

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
5. ข้อเสนอแนะหรือข้อสังเกตเพิ่มเติมอื่น ๆ		
ข้อเสนอแนะหรือข้อสังเกตเพิ่มเติมอื่น ๆ	เห็นควรให้ ICO portal เป็น decentralized platform เพื่อให้ข้อมูลธุรกรรมต่าง ๆ ของการทำ ICO หรือ STO เป็น public data ที่ทุกคนสามารถเข้าถึง และตรวจสอบได้	สำนักงานเห็นความสำคัญของการทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงและตรวจสอบข้อมูลได้ และเห็นว่าการใช้ smart contract และ blockchain technology สามารถเข้ามาช่วยได้ ทั้งนี้ แม้ว่า ICO portal จะไม่ได้เป็น decentralized platform แต่ก็สามารถนำกระบวนการและเทคโนโลยีดังกล่าวมาใช้หรือให้บริการได้
	ไม่ควรจะมี discount หรือ bonus ใด ๆ ในรอบ presale ทั้งสิ้น	สำนักงานพิจารณาแล้วเห็นว่าการให้ discount หรือ bonus เป็นหนึ่งในแนวทางที่ผู้ออก ICO ใช้ชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่าสำหรับผู้ลงทุนในช่วงก่อน public ICO/ ดึงดูด & retain ผู้ที่สามารถ contribute ต่อความสำเร็จของโครงการได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม เพื่อป้องกันการขายในตลาดรองอย่างไม่เป็นธรรม สำนักงานได้กำหนดกลไกเพิ่มเติม เช่น การกำหนดให้ส่งมอบโทเคนดิจิทัลให้ผู้ลงทุนที่ได้รับจัดสรรไม่ว่าในรอบใด ๆ พร้อมกับผู้ลงทุนรอบ public ICO และการกำหนด lock-up period 6 เดือน

เรื่อง	ความคิดเห็น / ข้อเสนอแนะ	ความเห็นของสำนักงาน
		นับจากวันแรกของการกระจายโทเคนดิจิทัลสำหรับโทเคนดิจิทัลส่วนที่เป็น discount หรือ bonus เป็นต้น ด้วย
	ควรกำหนดข้อจำกัดการโอนเพื่อป้องกันโทเคนดิจิทัลที่ตั้งใจเสนอขายในวงจำกัดกระจายไปสู่ผู้ลงทุนในวงกว้าง	สำนักงานขอรับข้อสังเกตดังกล่าวไว้พิจารณาเพิ่มเติม
	เห็นควรให้ การกำหนดคุณสมบัติของ ICO portal ไม่ควรต่ำกว่าคุณสมบัติของที่ปรึกษาทางการเงิน เช่น บริษัทสมาชิกชมรมวณิชธนกิจ ต้องมีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท และส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ต่ำกว่า 5 ล้านบาท	สำนักงานขอรับข้อสังเกตดังกล่าวไว้พิจารณาเพิ่มเติม

 ขอขอบคุณผู้เข้าร่วมแสดงความคิดเห็นตามรายชื่อดังต่อไปนี้

- (1) ชมรมวณิชธนกิจ 1 แห่ง
- (2) ผู้ที่สนใจเป็น ICO portal 2 ราย
- (3) ผู้ที่สนใจระดมทุน 1 ราย
- (4) ผู้ลงทุนรายย่อย 1 ราย