

บทที่ 4

บทวิเคราะห์ปัญหาข้อกฎหมายต่างๆ ในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

จากการศึกษาหลักเกณฑ์ในเรื่องการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งของต่างประเทศและของประเทศไทยในบทที่ 2 และบทที่ 3 พบว่ารูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นยังมีปัญหาสำคัญในเชิงโครงสร้างอย่างมาก เนื่องจากเมื่อพิจารณารูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศไม่ว่าจะเป็น REITs ของสหรัฐอเมริกา ที่มีรูปแบบทั้งบริษัท (Corporation) ทรัสต์ (Trust) สมาคม (Association) หรือ A-REITs ของประเทศออสเตรเลียที่มีรูปแบบทั้งบริษัท (Corporation) และทรัสต์ (Trust) ต่างก็มียุทธศาสตร์การระดมทุนในรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีกฎหมายพื้นฐานรองรับชัดเจนไม่ว่าจะเป็นกฎหมายบริษัทหรือกฎหมายทรัสต์

แนวคิดที่แท้จริงของการริเริ่มจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศนั้น โดยส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งขึ้นเพื่อต้องการพัฒนาตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และแม้กฎหมายจะมีช่องว่างแต่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องก็ดำเนินการแก้ไขภายใต้กรอบวัตถุประสงค์เดียวกัน จึงได้มีการให้สิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีต่างๆ ให้แก่ผู้ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นการดึงดูดและระดมทุนจากนักลงทุนให้เข้ามามีส่วนร่วมในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ดังจะเห็นได้จากในต่างประเทศนั้น ตัวอย่างกฎหมายหลักที่จะนำมาพิจารณาเงื่อนไขต่างๆ ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ REITs นั้นโดยส่วนใหญ่จะเป็นประมวลรัษฎากรที่เข้ามามีบทบาทในการควบคุมและกำหนดเงื่อนไขของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

แต่เมื่อพิจารณาจากการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยจะเห็นได้ว่าการจัดตั้งนั้นมิได้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และแนวคิดดังกล่าวอย่างแท้จริง แต่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นเกิดขึ้นจากปัญหาทางด้านเศรษฐกิจในช่วงปี 2540 ประกอบกับความเร่งรีบในการออกกฎหมาย จึงได้สร้างเครื่องมือทางการเงินขึ้นมา คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยเป็นการสร้างรูปแบบขึ้นมาโดยการอิงกับรูปแบบของกองทุนรวมทั่วไป ซึ่งมีกฎหมายบัญญัติหลักเกณฑ์ต่างๆ เอาไว้อยู่แล้ว ซึ่งโดยธรรมชาติของกองทุนรวมทั่วไปที่ลงทุนในหลักทรัพย์หรือตราสารอื่นๆ นั้น บลจ. จะมีลักษณะเป็น Passive Role คือ บลจ. มีหน้าที่ต้องมาพัฒนาตัวหลักทรัพย์ที่กองทุนรวมนั้นไปลงทุน ในขณะที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น บลจ. จะมีลักษณะเป็น Active Role เนื่องจากต้องพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไปด้วยเพื่อก่อให้เกิดรายได้มากที่สุด เพื่อนำรายได้นั้นมาจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

ก่อให้เกิดความไม่เหมาะสมในการบริหารจัดการของ บลจ. ที่ขาดศักยภาพในการดำเนินการดังกล่าว

นอกจากนี้เมื่อหลักการในภาพใหญ่ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นแตกต่างจากกองทุนรวมทั่วๆ ไป ดังนั้นการนำบทบัญญัติต่างๆ ที่ใช้กับกองทุนรวมบางประการมาใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงกลับกลายเป็นการนำกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาเป็นเครื่องมือของกลุ่มเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เพื่อสิทธิประโยชน์ในทางภาษีและสร้างรายได้ให้แก่ตนเอง เนื่องจากการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นสามารถนำมาพัฒนาและสร้างรายได้มากกว่าการที่จะประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบเดิมๆ ที่เป็นอยู่ กอปรกับในปัจจุบันตลาดทุนได้เติบโตไปอย่างรวดเร็วมากดังนั้นการที่จะยึดติดรูปแบบเดิมๆ ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในช่วงปี 2540 นั้นคงไม่เหมาะสมกับสภาพการณ์ในปัจจุบันด้วย

ปัญหาที่สำคัญอีกประการ คือ ในส่วนประกาศของ ก.ล.ต. ที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่นำออกมาใช้บังคับนั้น ยังมีช่องว่างของกฎหมายที่เป็นข้อจำกัดในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่หลายประการด้วยกัน ซึ่งก็มีการยกเลิกหรือแก้ไขประกาศของ ก.ล.ต. ที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่บ่อยครั้ง แม้กระทั่งในปัจจุบันแม้จะเพิ่งมีการแก้ไขออกมาแต่ก็ยังคงมีปัญหาเกิดขึ้นอีกหลายประการด้วยกันทั้งในข้อกฎหมายและในทางปฏิบัติเช่นกัน

ดังนั้นผู้เขียนจึงขอจำแนกปัญหาในเรื่องดังกล่าว เพื่อนำมาวิเคราะห์และหาแนวทางการแก้ไข ดังนี้

1. ปัญหาเรื่องรูปแบบของการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
2. ปัญหาเรื่องหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
3. ปัญหาเรื่องภาษีโดยการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
 - 3.1 ปัญหาความคลั่งกันในการจัดเก็บภาษี
 - 3.2 ปัญหาการจัดประเภทเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
4. ปัญหาที่เกิดจากการกำหนดหลักเกณฑ์เชิงนโยบายในการกำกับดูแลการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
 - 4.1 ปัญหาเรื่องทรัพย์สินที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจลงทุนได้
 - 4.1.1 ทรัพย์สินที่กอง 1 อาจลงทุนได้มีจำกัด
 - 4.1.2 การจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนในธุรกิจโรงแรม

- 4.1.3 กรณีเงื่อนไขการเลิกสัญญาเช่า
- 4.2 ปัญหาเรื่องของการถือหน่วยลงทุนตามเกณฑ์ 1 ใน 3
- 4.3 ปัญหาเรื่องของการกู้ยืมเงินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์
- 4.4 ปัญหาเรื่องของการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

โดยในการอธิบายปัญหาข้างต้นนั้น ผู้เขียนจะวิเคราะห์ปัญหาโดยพิจารณาจากข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น รวมทั้งปัญหาในทางปฏิบัติด้วย เพื่อนำไปสู่การเสนอแนวทางการแก้ไขปัญหาต่อไปในบทที่ 5

1. ปัญหาเรื่องรูปแบบของการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ดังที่ผู้เขียนได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 ว่าสามารถแบ่งประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกได้เป็น 3 รูปแบบ คือ

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท (Corporate Type)
2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบสัญญา (Contractual Type) แบ่งออกเป็น 2 รูปแบบ คือ รูปแบบทรัสต์และสัญญาทั่วไป
3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศไม่ว่าจะเป็น REITs ของสหรัฐอเมริกา ที่มีรูปแบบทั้งบริษัท (Corporation) ทรัสต์ (Trust) สมาคม (Association) หรือ A-REITs ของประเทศออสเตรเลียที่มีรูปแบบทั้งบริษัท (Corporation) และทรัสต์ (Trust) นั้นจัดอยู่ในลักษณะของประเภทที่ 1 หรือ 2 แล้วแต่รูปแบบของการจัดตั้ง ส่วนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของไทยนั้นจะมี 2 ประเภทแบ่งแยกตามช่วงเวลา กล่าวคือ ก่อนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของไทยจะอยู่ในรูปแบบของสัญญา ส่วนภายหลังพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของไทยจะอยู่ในรูปแบบที่ 3 คือ จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ ซึ่งเป็นรูปแบบเฉพาะซึ่งเกิดขึ้นจากที่มาทางประวัติศาสตร์การพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับกองทุนรวมของประเทศไทย โดยรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะมีลักษณะที่ใกล้เคียงกับรูปแบบทรัสต์ แต่มีข้อแตกต่างอยู่หลายประการ

เหตุผลของการกำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายหลังพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้ มีรูปแบบเป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะ โดยไม่กำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จัดตั้งโดยใช้รูปแบบนิติบุคคลที่มีอยู่ตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไป เช่น บริษัทหรือทรัสต์ ซึ่งต้องมีการออกกฎหมายมารองรับการจัดตั้งนั้น เนื่องจากสถานะของกองทุนรวมของไทยก่อนการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ กฎหมายไทยไม่รองรับหลักการในเรื่องของทรัสต์ ดังจะเห็นได้จากประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 6 ได้มีมาตรา 1686 ห้ามมิให้มีทรัสต์ โดยถือว่าการตั้งทรัสต์ไม่มีผล และเหตุผลที่สำคัญอีกประการคือ เนื่องจากประเทศไทยใช้ระบบกฎหมาย Civil Law เช่นเดียวกับประเทศญี่ปุ่นและเยอรมัน จึงไม่นิยมกองทุนรวมในรูปแบบบริษัทเพราะมีบทบัญญัติเกี่ยวกับบริษัทจำกัดที่ทำการค้าโดยทั่วไปอยู่แล้ว อีกทั้งกองทุนรวมในรูปแบบสัญญาเป็นรูปแบบที่ง่ายจึงได้มีการนำรูปแบบกองทุนรวมในรูปสัญญามาใช้ ทำให้สถานะของกองทุนรวมของไทยที่กำหนดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ เกิดจากการแก้ปัญหาสถานะทางกฎหมายของกองทุนรวมในรูปแบบสัญญาแต่เดิมโดยมิได้รองรับหลักการในเรื่องของทรัสต์ แต่ใช้วิธีสร้างนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะใหม่ขึ้น และพยายามประยุกต์รูปแบบของกฎหมายทรัสต์มาใช้ ซึ่งจะเห็นได้จากการกำหนดโครงสร้างกฎหมายในเรื่องผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมที่กำหนดขึ้นมาให้ทำหน้าที่ในบทบาทของทรัสต์ แต่ก็ไม่มีความชัดเจนดังเช่นกรณีที่มีกฎหมายทรัสต์ออกมารองรับชัดเจนเหมือนต่างประเทศ ซึ่งการแก้ไขปัญหาดังกล่าวก็ก่อให้เกิดประเด็นปัญหาเรื่องการตรวจสอบและคานอำนาจตามมา ซึ่งผู้เขียนจะได้ทำการวิเคราะห์ในปัญหาต่อไป

การที่รูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยมีรูปแบบของสัญญานั้น เมื่อพิจารณาถึงข้อดีและข้อเสียของกองทุนรวมแต่ละรูปแบบนั้นที่เห็นได้ชัดเจน คือเรื่อง ความคลุมเครือของกฎหมายที่นำมาใช้บังคับ กล่าวคือ

- กองทุนรวมในรูปทรัสต์ จะมีกฎหมายเฉพาะเข้ามากำหนดสิทธิหน้าที่ของคู่กรณีว่าแต่ละฝ่ายมีสิทธิ หน้าที่ อย่างไร มีความสัมพันธ์ ความรับผิดชอบเช่นไร เช่นกฎหมายของประเทศออสเตรเลีย เป็นต้น ทำให้ทุกฝ่ายสามารถทราบถึงสิทธิ หน้าที่ของตนเองได้อย่างชัดเจน ทั้งสามารถทราบขั้นตอนและวิธีการดำเนินการ ตลอดจนการควบคุมได้ว่ามีอย่างไร

- กองทุนรวมในรูปบริษัท จะมีกฎหมายลักษณะบริษัทเข้ามากำกับ และจะมีกฎหมายที่เข้ามาควบคุมโดยเฉพาะอีก เช่น กฎหมาย Investment Companies Act of 1940 ของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น ซึ่งกฎหมายลักษณะบริษัทจะทำให้คู่กรณีแต่ละฝ่ายทราบถึงสิทธิ

หน้าที่ของตน ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของบริษัท และกฎหมายควบคุมโดยเฉพาะจะทำให้ทราบถึงขั้นตอนวิธีการดำเนินกิจการกองทุนการควบคุมกองทุนรวมได้อย่างชัดเจน

- กองทุนรวมในรูปสัญญาในรูปแบบนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ เป็นสัญญาการจัดการรูปแบบหนึ่ง ซึ่งเกิดจากการทำนิติกรรมสัญญาของคู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง 3 ฝ่าย คือบริษัทจัดการ ผู้รับฝากทรัพย์สิน และผู้ลงทุนตัวสัญญาหรืออาจเรียกว่า “โครงการจัดการลงทุน” จะกล่าวถึงสิทธิหน้าที่ของคู่กรณีทุกฝ่าย เมื่อเป็นเช่นนี้ การจะควบคุมกำกับกองทุนรวมให้ได้ผล จะต้องมีการกฎหมายหรือมาตราที่นำมาใช้บังคับกับ “สัญญาหรือโครงการจัดการลงทุน” แต่การควบคุมกำกับดูแลในกองทุนรวมแบบนี้เป็นสิ่งที่กำหนดด้วยเจตนารมณ์แห่งคู่กรณีเป็นสำคัญ ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปตามเจตนา ทำให้รูปแบบนี้ไม่มีความหมายแน่นอนชัดเจน คู่กรณีไม่อาจทราบได้ว่าตนมีสิทธิหน้าที่เช่นไร จนกว่าสัญญาหรือโครงการจัดการลงทุนจะเกิดขึ้น และที่สำคัญผู้ลงทุนไม่ได้มีส่วนในการแสดงเจตนาทำสัญญานี้ด้วยเลย แต่จะต้องมายอมรับสิ่งที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาหรือโครงการดังกล่าว

นอกจากนี้ด้วยเหตุผลของข้อจำกัดตามนิยาม “การจัดการกองทุนรวม” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องแล้วจะเห็นได้ว่า ขอบเขตของการกำกับดูแลกองทุนรวม (รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) และธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมตามกฎหมายไทย จำกัดอยู่เฉพาะการประกอบกิจการจัดการลงทุนในกองทุนรวมที่จัดตั้งตามรูปแบบ (form) ที่กำหนด คือ เป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ เรียกว่า กองทุนรวม ที่ออกและเสนอขายตราสาร เรียกว่า หน่วยลงทุน ซึ่งมีผลให้ต้องพิจารณาตามรูปแบบของผลิตภัณฑ์ (product) ที่ใช้ในการระดมทุน ทำให้กรณีที่มีการระดมทุนเพื่อนำมาจัดการลงทุนในลักษณะกองทุนรวมที่จัดตั้งในรูปแบบอื่น เช่น บริษัท อาจไม่ถือเป็นกองทุนรวม ทำให้ผู้ระดมทุนและผู้ประกอบธุรกิจจัดการลงทุนในกองทุนรวมรูปแบบอื่นไม่อยู่ภายใต้บทบัญญัติที่กำกับดูแลในเรื่องนี้

ตัวอย่างเช่น ในกรณีการเสนอขาย certificate หรือ unit trust เมื่อพิจารณาตามนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์¹ อาจพิจารณาตีความเข้าลักษณะเป็น “หน่วยลงทุน” ได้ เพราะสิ่งที่เสนอขายมีลักษณะของการเป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุน และเป็นผลิตภัณฑ์ที่ระดมทุนมิได้เข้าลักษณะเป็นหลักทรัพย์

¹ มาตรา 4 “หลักทรัพย์” หมายความว่า ตั๋วเงินคลัง พันธบัตร ตั๋วเงิน หุ้น หุ้นกู้ หน่วยลงทุน อันได้แก่ ตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุนรวม ฯลฯ

ประเภทอื่น ดังนั้นการเสนอขาย certificate หรือ unit trust ในประเทศไทยจึงต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์การเสนอขายหน่วยลงทุนตามหมวด 4 ว่าด้วยธุรกิจหลักทรัพย์ แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แต่หากเป็นกรณีการเสนอขายหุ้นของกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท เมื่อพิจารณาตามนิยามคำว่า “หลักทรัพย์” ในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แม้สิ่งที่เสนอขายมีลักษณะของการเป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทุน แต่ผลิตภัณฑ์ที่ระดมทุนเข้าลักษณะเป็นหลักทรัพย์ประเภท “หุ้น” ดังนั้นการเสนอขายหุ้นดังกล่าวจึงต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์การเสนอขายหุ้นและการเปิดเผยข้อมูล ตามหมวด 2 ว่าด้วยการออกหลักทรัพย์ของบริษัทและหมวด 3 ว่าด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

จากการวิเคราะห์ข้างต้นประกอบกับตัวอย่างข้อเท็จจริงจะเห็นได้ว่า บทบัญญัติกฎหมายที่มีในปัจจุบันไม่ครอบคลุมกับรูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวมและการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ที่มีลักษณะที่หลากหลาย ทำให้เกิดปัญหาในการบังคับใช้กฎหมาย โดยการระดมทุนที่สาระ (substance) เป็นการจัดตั้งกองทุนรวมหรือประกอบกิจการจัดการกองทุนรวมเหมือนกัน แต่มีการกำกับดูแลที่แตกต่างกันเพียงเพราะเหตุว่ารูปแบบ (form) ในการจัดตั้งกองทุนรวมและการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่างกัน และอาจเป็นผลให้เกิดช่องทางให้มีการหลีกเลี่ยงการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมในรูปแบบอื่นๆ ได้ ซึ่งจะเห็นได้ว่าไม่ได้เป็นไปตามข้อความคิดในการที่ภาครัฐจำเป็นต้องเข้าแทรกแซงประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนโดยเท่าเทียมกัน ไม่ว่าจะกองทุนจะเกิดจากการรวบรวมเงินขึ้นเป็นรูปแบบหรือโครงสร้างทางกฎหมายอย่างไรก็ตาม

ดังนั้นจะเห็นได้ว่ารูปแบบของกองทุนรวมในรูปแบบนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะในปัจจุบัน ซึ่งรวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่นั้นยังคงมีปัญหาในทางโครงสร้าง เนื่องจากกองทุนรวมรูปแบบนี้ผู้ลงทุนจะเข้าผูกพันตนได้ต่อเมื่อสัญญาหรือโครงการจัดการลงทุนสำเร็จเรียบร้อยแล้วโดยไม่ได้มีส่วนร่วมในการแสดงเจตนาทำสัญญาที่ตนเองต้องเข้าผูกพัน รวมทั้งปัญหาการขาดศักยภาพในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของ บลจ. เนื่องจาก บลจ. นั้นไม่ใช่เป็นผู้ที่มีความรู้ความสามารถในเรื่องของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างแท้จริง เพราะโดยปกติในการดำเนินงานของ บลจ. นั้นจะถนัดในเรื่องของตลาดทุนที่ลงทุนในตราสารอื่นๆ มากกว่าที่ไม่ต้องมาคำนึงถึงการพัฒนาหลักทรัพย์ดังเช่นการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งในปัจจุบันการที่กฎหมายกำหนดให้ บลจ. ต้องเข้ามาเป็นผู้ควบคุมดูแลและบริหารจัดการ แต่จากการขาดความรู้ความสามารถในการบริหารจัดการดังกล่าว

ก็ต้องมีการทำสัญญาเพื่อให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เป็นผู้ที่เข้ามาบริหารจัดการเอง เปรียบเสมือนกับการที่ บลจ. นั้นให้เข้าไปอนุญาตในการบริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้แก่เจ้าของอสังหาริมทรัพย์หรือผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งโดยส่วนมากกลุ่มที่เข้าบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้นจะไม่เข้าเงื่อนไขด้านคุณสมบัติของ บลจ. ตามที่กฎหมายกำหนด ถือเป็นกรหลีกเลียงวัตถุประสงค์ที่แท้จริงในการกำกับดูแลจัดการกองทุน เพราะ บลจ. ไม่สามารถกำกับดูแลผู้บริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้จึงต้องดำเนินการทางอ้อมดังกล่าว และแม้จะมีการกำหนดให้มีผู้ดูแลผลประโยชน์เข้ามาดูแลก็ตาม แต่หากเปรียบเทียบกับของต่างประเทศแล้วจะพบว่าผู้ดูแลผลประโยชน์ใน REITs นั้นจะเป็นทรัพย์สิน แต่ของประเทศไทย บลจ. จะมีอำนาจในการบริหารจัดการเยอะมาก

ดังนั้นข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ ควรมีการแก้ไขบทบัญญัติในมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องเพื่อให้มีหลักการในการจัดตั้งกองทุนรวมซึ่งรวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย ให้สามารถจัดตั้งในรูปแบบอื่นนอกจากรูปแบบที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ได้ โดยกำหนดนิยามความหมายขององค์กรธุรกิจที่จัดตั้งเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยพิจารณาจากสาระที่แท้จริงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ คือมุ่งพิจารณาไปที่สาระสำคัญแห่งการระดมเงินเพื่อนำไปจัดการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นแนวทางที่เป็นสากลที่กำหนดไว้ในกฎหมายต่างประเทศ เช่น ประเทศออสเตรเลีย และประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อให้การบังคับใช้กฎหมายครอบคลุม และไม่ทำให้เกิดช่องทางให้มีการหลีกเลียงการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบอื่นๆ แทนที่จะจัดตั้งในรูปแบบที่มีกฎหมายกำกับดูแลอย่างเข้มงวดได้

การกำหนดนิยามโดยพิจารณาจากสาระที่แท้จริง ความหมายขององค์กรธุรกิจที่จัดเป็นกองทุนรวม (รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย) ควรประกอบด้วยองค์ประกอบพื้นฐาน 3 ประการดังต่อไปนี้

1. เป็นการระดมเงินจากผู้ลงทุนจำนวนมาก (pool of Asset) เพื่อจัดตั้งเป็นกองทุนไม่ว่ากองทุนนั้นจะจัดตั้งในรูปแบบใดก็ตาม โดยผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุนเพื่อแลกกับสิทธิได้รับผลประโยชน์ที่เกิดจากการประกอบกิจการของกองทุนตามสัดส่วนของเงินที่มาลงทุนร่วมกันนั้น
2. สมาชิกไม่มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของกองทุนในลักษณะของงานประจำวัน (day-to-day control)

3. มีการจัดตั้งการลงทุนโดยผู้ประกอบธุรกิจการจัดการลงทุน (Professional portfolio management) ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (pre-set investment objectives)

เมื่อกำหนดนิยามความหมายของขององค์กรธุรกิจที่จัดเป็นกองทุนรวม (รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย) โดยพิจารณาจากสาระที่แท้จริงแล้ว นอกจากผลดีที่ทำให้การกำกับดูแลครอบคลุมดังที่กล่าวข้างต้น ผลต่อมาก็คือเป็นการยอมรับว่ากองทุนรวม รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจจัดตั้งขึ้นด้วยรูปแบบต่างๆ กันได้ โดยอาจเป็นรูปแบบในปัจจุบันหรือรูปแบบตามกฎหมายพื้นฐานก็ได้ แต่ก็มีไม่ว่าจะอนุญาตให้จัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือเสนอขายส่วนได้เสียในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ทุกรูปแบบ (form/ structure) โดยผู้เขียนเห็นว่าควรกำหนดหลักเกณฑ์ในการให้อนุญาตโดยพิจารณาจากสาระสำคัญในการกำกับดูแลตลาดทุนโดยทั่วไป คือ การให้ตลาดทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพและเป็นระเบียบ ลดความเสี่ยงของระบบโดยรวมและให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนโดยไม่ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะจัดตั้งมาในรูปแบบใด การจะได้รับการอนุญาตต้องเข้าเงื่อนไข และเป็นไปตามข้อกำหนดที่ครอบคลุมอย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

1. การเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต่อประชาชนต้องเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน ภายใต้แนวคิดที่ว่าต้องเป็นข้อมูลที่เพียงพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนอย่างผู้รู้ข้อมูลแล้วได้ และต้องมีการจดทะเบียนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวต่อทางการ เพื่อการกำกับดูแลอย่างต่อเนื่องโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

2. ข้อสัญญาระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และข้อสัญญาระหว่างกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับบริษัทจัดการ ต้องมีรายการตามที่กฎหมายกำหนด ไม่มีข้อจำกัดความรับผิดชอบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือบริษัท และไม่มีลักษณะอันไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหน่วยลงทุน ซึ่งตามกฎหมายปัจจุบันเป็นเรื่องข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับบริษัทจัดการ ซึ่งผู้เขียนเห็นว่าเป็นโครงสร้างที่ไม่ถูกต้องเพราะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีสถานะเป็นกองทรัสต์สินที่เป็นนิติบุคคล คู่สัญญาตามโครงสร้างที่ถูกต้องควรจะเป็นข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนต่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงจะเป็นผู้ไปทำสัญญาจ้างบริษัทจัดการลงทุน โดยบริษัทจัดการลงทุนมีความรับผิดชอบตามสัญญานั้น

3. ต้องมีโครงสร้างการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องที่มีประสิทธิภาพตามกฎหมายเกณฑ์ที่กำหนด

4. ต้องจัดให้มีการฝากทรัพย์สินไว้กับบุคคลที่สาม หรือแยกทรัพย์สินในครอบครองของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกจากทรัพย์สินของบริษัทจัดการ โดยปฏิบัติตามข้อกำหนดต่างๆ ที่มีเพื่อปกป้องทรัพย์สินของกองทุนรวม

5. การจัดการลงทุนต้องกระทำโดยผู้ประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของทางการโดยต้องได้รับใบอนุญาตและต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์การประกอบธุรกิจและการจัดการลงทุน รวมทั้งควรเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีความชำนาญในด้านการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สามารถเข้ามาเป็นผู้ประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนได้ เพื่อให้เกิดความเหมาะสมแก่การบริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

อย่างไรก็ตามในปัจจุบันตามที่มีการออกพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ.2550 (“พระราชบัญญัติทรัสต์ฯ”) ซึ่งมีผลใช้บังคับตั้งฉบับแล้วเมื่อวันที่ 13 เมษายน 2551 ซึ่งก็คือการนำแนวความคิดเรื่องทรัสต์เข้ามาปรับใช้นั่นเอง ดังนั้นในเบื้องต้นเมื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์ออกมาจะมีผลบังคับใช้แล้ว ทรัสต์จะเป็นผู้ที่เข้ามาควบคุมดูแลเองทั้งหมดมิใช่แค่ทำหน้าที่ให้เข้าใบอนุญาตเสมือนที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน

ธุรกรรมในตลาดทุนที่จะนำทรัสต์มาใช้ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ธุรกรรมที่มีการใช้ทรัสต์ในลักษณะ active ซึ่งเรียกว่า Active trust และธุรกรรมที่ใช้ทรัสต์ในลักษณะ passive ที่เรียกว่า Passive trust โดยธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ในลักษณะ active หมายถึง การตั้งทรัสต์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการทรัพย์สินให้เกิดดอกผลหรือผลประโยชน์ที่เป็นการสร้างผลตอบแทนให้แก่ ผู้ลงทุน ส่วนธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ในลักษณะ passive หมายถึง การตั้งทรัสต์เพื่อให้มีการกันหรือแยกทรัพย์สินไว้ในกองทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้หรือในการปฏิบัติตามสัญญาหรือข้อตกลงของผู้ออกหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ในระยะเริ่มต้นจะอนุญาตให้ใช้ทรัสต์กับธุรกรรมในตลาดทุนหลายประเภท ซึ่งตามเอกสารรับฟังความคิดเห็นเรื่องการใช้ทรัสต์กับธุรกรรมในตลาดทุน และการให้ความเห็นชอบทรัสต์ ว่าด้วยการใช้ทรัสต์กับธุรกรรมในตลาดทุนนั้นในระยะเริ่มต้นจะอนุญาตให้ใช้กับการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ด้วย (Real Estate Investment Trust) อันมีลักษณะเป็น Active Trust นั้นย่อมแสดงให้เห็นชัดเจนว่าในกฎหมายที่มีการประกาศออกมาบังคับใช้นั้น ได้ยอมรับแนวคิดดังกล่าวมาปรับใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งก็เป็นเรื่องที่ต้องติดตามต่อไปว่าการบังคับใช้กฎหมายดังกล่าวในอนาคตจะเกิดผลเช่นไรและจะสามารถบังคับใช้ได้ดังเช่นรูปแบบของทรัสต์ในประเทศออสเตรเลียที่ประสบความสำเร็จอย่างสูง

ได้หรือไม่ จึงอาจกล่าวได้ว่ารูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยในปัจจุบัน จะแบ่งแยกออกเป็น 2 รูปแบบ คือ

(1) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบนิติบุคคลเฉพาะหรือ Property Fund ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และ

(2) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบสัญญาหรือทรัสต์หรือ REITs ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ

โดยที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบเดิมที่มีลักษณะเป็นนิติบุคคลเฉพาะนั้น ยังคงมีผลใช้บังคับอยู่ดังเดิมมิได้ยกเลิกไปแต่อย่างใด โดยเหตุผลที่ยังคงไว้ก็เพื่อใช้บังคับกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบของ Property Fund ที่ได้จัดตั้งเอาไว้ก่อนหน้ากฎหมายฉบับนี้ตามที่ได้แสดงเจตจำนงไว้ในหนังสือชี้ชวน ดังนั้นหากมีการยกเลิกย่อมส่งผลกระทบต่อการณ์ลงทุนอย่างมาก นอกจากนี้การที่ยังคงรูปแบบดังกล่าวไว้ก็ถือเป็นทางเลือกหนึ่งของผู้ลงทุนที่ไม่ต้องมาเสี่ยงกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์ว่าอนาคตจะเป็นเช่นไร กล่าวคือสามารถใช้บังคับตามกฎหมายเดิมได้ทันที

เมื่อในปัจจุบันมีกฎหมายออกมารองรับการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์ขึ้นมาอีกประเภทหนึ่งแล้ว กฎหมายที่จะนำมาบังคับใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งสองรูปแบบนั้น ควรมีการกำหนดถึงลักษณะและกรอบวัตถุประสงค์รวมถึงสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งสองรูปแบบดังกล่าว เพื่อให้เกิดความชัดเจนว่าทั้งสองรูปแบบนั้นมีความแตกต่างกันอย่างไรบ้าง และในรูปแบบเดิมนั้นควรมีการแก้ไขในประเด็นใดบ้างเพื่อให้เกิดความเหมาะสมกับการพัฒนาตลาดทุนให้มากที่สุด และป้องกันการสับสนของนักลงทุนที่จะมาลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทั้งสองรูปแบบดังกล่าวด้วย รวมถึงหากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบเดิมไม่เหมาะสมควรมีการพิจารณาว่าควรที่จะยกเลิกหรือไม่ ซึ่งในส่วนของผู้เขียนมีความเห็นว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นรูปแบบใหม่นั้น น่าจะเป็นรูปแบบที่เหมาะสมกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยมากกว่ารูปแบบเดิม ช่วยส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนได้มากขึ้น เนื่องจากหลักกฎหมายทรัสต์เกิดขึ้นเพื่อกำหนดหลักเกณฑ์ในการทำหน้าที่ของทรัสต์ อีกทั้งกำหนดหลักเกณฑ์ที่เป็นการคุ้มครองผู้รับประโยชน์ในอันที่จะได้รับสิทธิประโยชน์จากทรัพย์สินในกองทรัสต์อย่างครบถ้วน ซึ่งการทำสัญญาหรือการแสดงเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัสต์เช่นนี้ เป็นการแสดงถึงความไว้วางใจที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์มีต่อทรัสต์ (ถ้าเป็น Declaration trust คือ ไว้วางใจตัวเอง) ดังนั้น เพื่อให้ทรัสต์ดูแลและ

บริหารจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ให้เป็นไปตามที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ไว้วางใจหรือให้สมตามเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัสต์ หลักกฎหมายทรัสต์ดังกล่าวจึงเกิดขึ้น ซึ่งหลักเกณฑ์เหล่านั้น มีดังนี้²

1. หลักการห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy remoteness) เป็นหลักที่กำหนด มิให้มีการนำทรัพย์สินในกองทรัสต์มาชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ (แม้ทรัพย์สินในกองทรัสต์จะเป็นของทรัสต์ก็ตาม) ไม่ว่าทรัสต์จะอยู่ในภาวะล้มละลายหรือเลิกกิจการหรือไม่ก็ตาม

2. หลักการทำหน้าที่ของทรัสต์ ซึ่งทรัสต์ต้องจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ระวังระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ ด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์ อีกทั้งต้องไม่ดำเนินการใดที่จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อทรัพย์สินในกองทรัสต์ รวมทั้งไม่กระทำการที่จะเป็นการก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ หลักการทำหน้าที่ดังกล่าวนี้ อาจเรียกโดยรวมว่า Fiduciary duty

3. หลักการติดตามทรัพย์สินคืน (Tracing) ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์ไม่ปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จนเป็นเหตุให้ทรัพย์สินในกองทรัสต์ถูกโอนไปยังบุคคลภายนอกโดยไม่ชอบ ผู้รับประโยชน์ย่อมมีสิทธิติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอกเพื่อให้ทรัพย์สินนั้น กลับคืนมายังกองทรัสต์ได้ เว้นแต่บุคคลภายนอกได้ทรัพย์สินนั้นมาโดยสุจริต เสียค่าตอบแทน และไม่รู้ว่ามีการจัดการทรัสต์โดยไม่ชอบ

4. หลักการเรียกชดเชยค่าเสียหาย (Recovery) ในกรณีที่ทรัสต์จัดการทรัสต์ไม่ปฏิบัติตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่ทรัพย์สินในกองทรัสต์ ผู้รับประโยชน์อาจเรียกร้องให้ทรัสต์ชดเชยค่าเสียหายให้แก่กองทรัสต์ได้

โดยทั่วไปการประกาศให้ใช้ทรัสต์กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น จะเป็นการเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนได้ใช้ดุลยพินิจในการนำทรัสต์มาใช้กับธุรกรรมเหล่านั้นตามความเหมาะสม อย่างไรก็ตามหากธุรกรรมนั้นต้องอยู่ภายใต้บังคับตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือกฎหมายอื่นใดที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. ก็จำเป็นต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายดังกล่าวด้วย ดังนั้นในการกำกับดูแลธุรกรรมที่ใช้ทรัสต์ก็จะดำเนินการโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายดังกล่าวและพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ ควบคู่กันไป

กล่าวโดยเฉพาะ คือ ก่อนที่จะใช้ Active trust กับธุรกรรม REITs จำเป็นต้องมีการออกหลักเกณฑ์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ในการขออนุญาตและการอนุญาตให้ออก Trust

² สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ “เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง การใช้ทรัสต์กับธุรกรรมในตลาดทุนและการให้ความเห็นชอบทรัสต์” น. 5-6

Certificate (TC) รวมทั้งหลักเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน ก่อนการนำ Active trust ไปใช้ กับ REITs นอกจากนี้ หากมีประเด็นที่ทำให้ต้องมีการออกกฎในการกำกับดูแลทรัสต์ให้ดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์เพื่อผู้ลงทุน ก็จะมีการออกหลักเกณฑ์ดังกล่าวตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ พร้อมกันไปด้วย ตัวอย่างเช่น การใช้ Active trust กับ REITs ทรัสต์ต้องออก trust certificate ขายให้ผู้ลงทุนเพื่อนำเงินที่ได้มาจัดตั้ง REITs ซึ่งการออกและเสนอขาย TC ต่อผู้ลงทุนจะทำได้ต้องได้รับอนุญาตจากสำนักงานและมีการเปิดเผยข้อมูลก่อนการเสนอขาย และภายหลังจัดตั้ง REITs แล้ว REITs จะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ได้มากน้อยเพียงใด หรือจะกู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันได้หรือไม่ จะถูกกำกับดูแลด้วยกฎที่ออกตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ ด้วย

อย่างไรก็ตามเนื่องจากพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ นั้นยังเป็นเพียงกฎหมายที่วางหลักการต่างๆ ในภาพรวมเอาไว้เท่านั้น ในส่วนของรายละเอียดจะต้องเป็นไปตามประกาศของ ก.ล.ต. ที่จะประกาศออกมาจะมีผลบังคับใช้ในอนาคต โดยที่ลักษณะของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์นั้นยังคงเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ระดมทุนจากประชาชน ดังนั้นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์จึงต้องอยู่ภายใต้หลักการต่างๆ ทั่วไปที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ด้วย และในอนาคตควรต้องมีการออกประกาศที่มีผลบังคับใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์โดยเฉพาะต่อไป ซึ่งหลักการอย่างน้อยที่ผู้เขียนเห็นว่าควรต้องคำนึงถึงในอนาคต มีดังนี้

1. เพื่อเป็นการคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุนที่จะลงทุนในตราสารที่ออกโดยทรัสต์ จึงควรกำหนดให้ตราสารแสดงสิทธิในทรัพย์สินของกองทรัสต์ (trust certificate) เป็นหลักทรัพย์ตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งต้องอยู่ภายใต้บังคับเกี่ยวกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และการเปิดเผยข้อมูลก่อนและภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

2. ควรมีการวางระบบงานเป็นอย่างดีและมีประสิทธิภาพ เพื่อที่จะช่วยทำให้การประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์สามารถดำเนินงานไปได้อย่างครบถ้วนภายใต้หลักความไว้วางใจ (Fiduciary duty) โดยทรัสต์ที่ได้รับอนุญาตจะต้องจัดให้มีระบบงานที่เหมาะสมในการจัดการกองทรัสต์อย่างน้อยในเรื่องดังต่อไปนี้

- (1) แยกกองทรัสต์ออกจากทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์
- (2) จัดการกองทรัสต์ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และ

พระราชบัญญัติทรัสต์ฯ

- (3) ควรมีการบันทึกกรรมสิทธิ์หรือสิทธิเหนือทรัพย์สินในกองทรัสต์ รายได้รายจ่ายและหนี้สินของกองทรัสต์ ตลอดจนบัญชีที่เกี่ยวข้องกับกองทรัสต์
- (4) ควรมีการดูแลและติดตามสิทธิประโยชน์ของกองทรัสต์
- (5) ต้องมีการจัดสรรสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้รับประโยชน์
- (6) ควรมีการควบคุม ตรวจสอบ และป้องกันมิให้มีการจัดการกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ และมีให้มีการทุจริตในการจัดการกองทรัสต์

ในส่วนของระบบงานส่วนใหญ่ที่มีอยู่ก็ควรคงไว้เช่นเดียวกับระบบงานของผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบเดิม เช่น ระบบการเก็บรักษาทรัพย์สิน ระบบการจัดทำบัญชีทรัพย์สิน ระบบการดูแลและติดตามสิทธิประโยชน์ เป็นต้น และเพิ่มเติมระบบงานที่เกี่ยวข้องกับการเป็นทรัสต์โดยเฉพาะ เช่น ระบบงานที่รองรับการจัดตั้งกองทรัสต์ ระบบในการรู้จักลูกค้าและการตรวจสอบเพื่อทราบข้อเท็จจริงเกี่ยวกับลูกค้า ระบบในการกำหนดมูลค่าทรัพย์สินต่างๆ ของกองทรัสต์ให้เป็นไปตามหลักความยุติธรรมและความสม่ำเสมอ (fairness and consistency) รวมทั้งระบบในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินของกองทรัสต์ เป็นต้น

3. การกำหนดคุณสมบัติฐานะทางการเงินของทรัสต์ เนื่องจากธุรกิจการเป็นทรัสต์เป็นธุรกิจที่เกี่ยวกับการดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของผู้อื่น ดังนั้นฐานะทางการเงินของบุคคลที่จะขอความเห็นชอบจึงต้องสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารกิจการของตนเอง ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะทำให้เชื่อได้ว่าจะสามารถดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินเพื่อบุคคลอื่นได้ นอกจากนี้ ผู้ขออนุญาตประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์จะต้องมีทุนของกิจการที่เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจการเป็นทรัสต์ รวมทั้งต่อความรับผิดชอบที่จะเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจดังกล่าวและมีความเชี่ยวชาญในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ด้วย ซึ่งควรคุณสมบัติอย่างน้อยดังนี้

- (1) มีทุนจดทะเบียนซึ่งชำระแล้วไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท
- (2) ไม่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่ามีฐานะทางการเงินที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายหรือมีพฤติกรรมอื่นที่แสดงให้เห็นว่าอยู่ในระหว่างประสบปัญหาทางการเงิน รวมทั้งไม่มีเหตุอันควรเชื่อได้ว่ามีข้อบกพร่องหรือมีความไม่เหมาะสมเกี่ยวกับการควบคุมและการปฏิบัติงานอันดีของธุรกิจ และ

(3) สามารถดำรงเงินกองทุนและกันเงินสำรองได้ตามหลักเกณฑ์ของกฎหมายที่จัดตั้งนิติบุคคลนั้นหรือกฎหมายที่ควบคุมการประกอบธุรกิจของนิติบุคคลนั้น

4. การกำหนดลักษณะต้องห้ามของทรัสต์ เนื่องจากการประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์เป็นการดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินโดยอาศัยอำนาจจากการถือกรรมสิทธิ์หรือสิทธิในทรัพย์สินตามที่มีบุคคลไว้วางใจมอบทรัพย์สินนั้นเพื่อให้ทรัสต์มีสิทธิโดยสมบูรณ์ในการดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินเสมือนเป็นทรัพย์สินของทรัสต์เอง แต่เพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่น ดังนั้นทรัสต์จึงต้องเป็นบุคคลที่มีความน่าเชื่อถือและไว้วางใจได้ว่าจะดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินให้ตรงตามเจตนารมณ์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์ และไม่อาศัยโอกาสที่ทรัสต์มีกรรมสิทธิ์หรือสิทธิโดยสมบูรณ์ดังกล่าวทำการยกย้ายถ่ายเททรัพย์สินหรือแสวงหาประโยชน์จากทรัพย์สินเพื่อตนเองโดยผิดไปจากเจตนารมณ์ในการก่อตั้งทรัสต์ การควบคุมพฤติกรรมของบุคคลที่จะประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ (รวมถึงบุคลากรที่มีบทบาทอย่างสำคัญในกิจการและบุคลากรที่รับผิดชอบดูแลงานด้านการเป็นทรัสต์) ในเรื่องความซื่อสัตย์สุจริตและความน่าเชื่อถือไว้วางใจได้ จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นสำหรับการเป็นทรัสต์ของนิติบุคคลแต่ละแห่ง และสำหรับธุรกิจการเป็นทรัสต์โดยภาพรวม (Industry of trust business)

5. การกำหนดกรอบหน้าที่ของทรัสต์ เนื่องจากทรัสต์ถือเป็นบุคคลสำคัญในการเข้ามาดูแลจัดการกองทุนและรับผิดชอบในการดำเนินงานประจำวันของโครงการ และถือครองทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ ดังนั้นควรมีการนำหลักเกณฑ์ที่บังคับใช้แก่ responsible entity ที่กำหนดใน A-REITs ของออสเตรเลียที่กำหนดหน้าที่เพิ่มเติมจากหน้าที่ที่ต้องกระทำด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ตามหลักทั่วไปของกฎหมายทรัสต์ ซึ่งเป็นมาตรฐานขั้นต่ำที่ไม่สามารถตกลงยกเว้นได้ด้วยข้อสัญญา มาปรับใช้กับทรัสต์ในอนาคต ได้แก่

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำด้วยความซื่อสัตย์
- หน้าที่ที่จะต้องกระทำเพื่อประโยชน์ของสมาชิก ในกรณีที่มีความขัดแย้งกันระหว่างประโยชน์ของสมาชิกและประโยชน์ของตน ประโยชน์ของสมาชิกต้องมาก่อน
- หน้าที่ที่ต้องปฏิบัติต่อสมาชิกประเภทเดียวกันอย่างเท่าเทียมกัน และต่อสมาชิกต่างประเภทกันอย่างเป็นธรรม
- หน้าที่ที่จะไม่นำข้อมูลซึ่งได้มาจากการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ไปใช้เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้เกิดความเสียหายให้แก่สมาชิกของโครงการ

- หน้าที่ที่ละเว้นการได้มาหรือเป็นผู้ถือประโยชน์ในโครงการ โดยเสียค่าตอบแทนน้อยกว่าบุคคลอื่น หรือภายใต้ข้อตกลงหรือเงื่อนไขที่อาจทำให้สมาชิกรายอื่นเสียประโยชน์
- หน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถึงระดับที่วิญญูชนพึงใช้หากอยู่ในฐานะของทรัสต์
- หน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลและปฏิบัติงาน (compliance plan)

การฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าว ควรกำหนดให้ทรัสต์มีความรับผิดชอบทางแพ่ง หากผู้ลงทุนได้รับความเสียหายและในบางกรณีก็อาจมีความผิดในทางอาญาด้วย เพื่อให้ทรัสต์นั้นได้ตระหนักถึงหน้าที่ของตนเองในการเข้ามาทำหน้าที่ดูแลจัดการกองทรัสต์สินให้แก่ผู้ลงทุน

6. ควรมีการกำหนดหน่วยงานเพื่อเข้ามาควบคุมดูแลทรัสต์อีกชั้นหนึ่ง เนื่องจากทรัสต์เป็นผู้ที่เข้ามาดูแลกองทรัสต์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะมีอำนาจในการบริหารจัดการมาก ดังนั้นควรมีการตั้งหน่วยงานเพื่อตรวจสอบทรัสต์อีกชั้นหนึ่ง เหมือนดังเช่นระบบ Compliance Plan ของออสเตรเลียที่มีคณะกรรมการกำกับดูแล

7. ควรมีการแก้ไขกฎหมายเพื่อเปิดช่องให้สามารถแปรสภาพของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบของ Property Fund ให้มีลักษณะเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบของทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ ได้ด้วย เพื่อมิให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบเดิมที่มีความประสงค์จะตั้งในรูปแบบตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จะได้ไม่ต้องไปดำเนินการเริ่มต้นจัดตั้งกองทุนใหม่ให้เสียเวลา

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าหลักการที่มุ่งเน้นในการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยพิจารณาจากสาระที่แท้จริงของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ คือมุ่งพิจารณาไปที่สาระสำคัญแห่งการระดมเงินเพื่อนำไปจัดการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มากกว่าพิจารณาที่รูปแบบ ซึ่งเป็นแนวทางที่เป็นสากลที่กำหนดไว้ในกฎหมายต่างประเทศนั้น ทำให้การบังคับใช้กฎหมายครอบคลุม และไม่ทำให้เกิดช่องทางให้มีการหลีกเลี่ยงการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบอื่นๆ อีกทั้งยังเป็นการเปิดกว้างให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สามารถจัดตั้งในรูปแบบอื่นๆ ได้ ไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของบริษัท (Corporation) ทรัสต์ (Trust) หรือองค์กร (Association) ดังเช่นที่ปรากฏทั้งในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศออสเตรเลีย ในส่วนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จะเห็นได้ว่าการประยุกต์ใช้ทรัสต์กับตลาดทุนเป็นพัฒนาการที่สำคัญของตลาดทุนอีกก้าวหนึ่ง ซึ่งจะช่วยแก้ไขข้อจำกัดบางประการในการระดมทุน และสามารถสร้างรูปแบบการลงทุนที่เป็นทางเลือกใหม่ได้อีกด้วย และไม่เป็น

ช่องทางเลี้ยงเพื่อให้สามารถถือครองทรัพย์สินที่เป็นกรณีต้องห้ามตามกฎหมายอื่นได้ นอกจากนี้หลักเกณฑ์การให้ความเห็นชอบบุคคลที่ให้บริการเป็น ทรัสต์ ซึ่งเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญในการบริหารจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ ต้องเป็นผู้ที่มีความสามารถและมีความรับผิดชอบสูง โดยต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด ซึ่งยังเป็นการเพิ่มความคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนอีกทางหนึ่งด้วย

2. ปัญหาเรื่องหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ในเรื่องของการกำกับดูแลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยนั้น มีหลักการเดียวกันกับกองทุนรวมทั่วไป คือ เป็นการกำกับดูแลแบบแนวนอน ซึ่งภาครัฐจะทำหน้าที่ในการออกแบบโครงสร้างของความสัมพันธ์ของบุคคลฝ่ายต่างๆ ให้เกิดการตรวจสอบกันเองและถ่วงดุลกันนั้นตามแนวทางการกำกับดูแลที่เป็นสากล โครงสร้างกฎหมายจะมีความชัดเจนในการแยกกองทุนรวมในฐานะที่เป็นผู้ระดมทุนจากประชาชนออกจากผู้จัดการลงทุน โดยโครงสร้างของกองทุนรวมจะมีการกำหนดบุคคลที่เป็นผู้แทนกองทุนรวมซึ่งจะรับผิดชอบต่อผู้ลงทุนในการติดตามตรวจสอบดูแลผู้จัดการลงทุนว่าได้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่ผู้ระดมทุนเปิดเผยข้อมูลไว้กับผู้ลงทุนหรือไม่ โดยกรณีกองทุนรวมในรูปแบบที่เป็นที่นิยมคือ unit trust และบริษัท บทบาทตรงนี้จะตกอยู่กับคณะกรรมการบริษัทหรือคณะกรรมการทรัสต์

แต่จากการพิจารณาบทบัญญัติเกี่ยวกับการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ และประกาศ ส.น. 11/2550 แล้ว พบว่าการแยกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในฐานะที่เป็นผู้ระดมทุนจากประชาชนออกจากผู้จัดการลงทุนตามกฎหมายไทยขาดความชัดเจน กล่าวคือ โครงสร้างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นนิติบุคคลรูปแบบเฉพาะตามกฎหมายไทยจะมีบริษัทจัดการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม เปรียบเสมือนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เมื่อผู้จัดการลงทุนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วยกฎหมายจึงต้องกำหนดโครงสร้างการตรวจสอบดูแลด้วยการกำหนดให้มีบุคคลที่สามขึ้นมาทำหน้าที่ตรวจสอบและคานอำนาจของผู้จัดการลงทุน ซึ่งก็คือผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม

จากโครงสร้างทางกฎหมายดังกล่าวทำให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยเกิดปัญหาการขาดประสิทธิภาพในการตรวจสอบกันของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผู้ถือหน่วยลงทุนต่อบริษัทจัดการ ผู้ถือหน่วยลงทุนต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ และผู้ดูแลผลประโยชน์ต่อบริษัทจัดการ ดังนี้

1. การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นวงลงทุนที่มีต่อบริษัทจัดการ

นอกจากการตรวจสอบผ่านผู้ดูแลผลประโยชน์ แล้ว ผู้ถือหุ้นวงลงทุนมีสิทธิตรวจสอบและคานอำนาจบริษัทจัดการ โดยตรงผ่านการใช้สิทธิลงมติแก้ไขเพิ่มเติมโครงการตามมาตรา 129 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แต่อย่างไรก็ดี ผู้ถือหุ้นวงลงทุนก็ไม่สามารถลงมติเปลี่ยนตัวบริษัทจัดการได้ เนื่องจากไม่มีบทกฎหมายรองรับให้ผู้ถือหุ้นวงลงทุนสามารถเปลี่ยนตัวบริษัทจัดการ นอกจากนี้ บุคคลที่ทำหน้าที่เสมือนเป็นผู้แทนนิติบุคคลกองทุนรวมที่จะดำเนินการแทนผู้ถือหุ้นวงลงทุนก็คือตัวบริษัทจัดการ ซึ่งเป็นบุคคลผู้มีผลประโยชน์ขัดแย้งในการนี้ด้วย

2. การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นวงลงทุนที่มีต่อผู้ดูแลผลประโยชน์

ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมเป็นบุคคลฝ่ายที่สามที่เข้ามาตรวจสอบดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมแทนผู้ถือหุ้นวงลงทุนทั้งหมด แต่ก็มีใช้ตัวแทนตามกฎหมายของผู้ถือหุ้นวงลงทุน เพราะมิได้รับมอบอำนาจหรือทำสัญญากับผู้ถือหุ้นวงลงทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์ มิได้มีนิติสัมพันธ์ โดยตรงต่อผู้ถือหุ้นวงลงทุน เนื่องจากผู้ดูแลผลประโยชน์ ขาดภาวะความรับผิดชอบตามสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ ต่อกองทุนรวม และผู้ถือหุ้นวงลงทุน กฎหมายจึงต้องใช้วิธีอ้อมเพื่อเชื่อมการตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ถือหุ้นวงลงทุนต่อผู้ดูแลผลประโยชน์ โดยสร้างบทบัญญัติเฉพาะให้สิทธิผู้ถือหุ้นวงลงทุนรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละสิบของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดในการฟ้องร้องบังคับคดีกับผู้ดูแลผลประโยชน์ ที่กระทำการ งดเว้นกระทำการ หรือละเลยไม่ปฏิบัติหน้าที่จนก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นวงลงทุน³ และกำหนดให้การแต่งตั้งเงื่อนไขการเปลี่ยนตัว และค่าตอบแทนของผู้ดูแลผลประโยชน์ เป็นส่วนหนึ่งของข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นวงลงทุนกับบริษัทจัดการ⁴ กล่าวคือเป็นข้อตกลงระหว่างผู้ถือหุ้นวงลงทุนกับบริษัทจัดการ ให้บริษัทจัดการซึ่งเป็นผู้ทำสัญญาแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ ไปเปลี่ยนผู้ดูแลผลประโยชน์ เมื่อผู้ถือหุ้นวงมีมติโดยเสียงข้างมากเรียกร้องให้มีการเปลี่ยนตัวผู้ดูแลผลประโยชน์ ซึ่งการกำหนดรูปแบบการตรวจสอบ และคานอำนาจโดยกฎหมายเฉพาะแตกต่างจากรูปแบบตามมาตราพื้นฐานทั่วไปนี้ ทำให้ผู้ถือหุ้นวงลงทุนไม่สามารถตรวจสอบและคานอำนาจผู้ดูแลผลประโยชน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ผู้ลงทุนขาดความเข้าใจชัดเจนในสิทธิของตนเองที่มีในฐานะผู้มีส่วนได้เสียในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

³ มาตรา 132 ประกอบมาตรา 47 และมาตรา 48 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

⁴ มาตรา 119(2) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

3. การตรวจสอบและคานอำนาจของผู้ดูแลผลประโยชน์ ต่อบริษัทจัดการ

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่า ตามหลักเกณฑ์ในปัจจุบันบริษัทจัดการเป็นผู้คัดเลือกและแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์ ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบการทำงานของ บริษัทจัดการเอง ซึ่งเห็นได้ว่าเป็นโครงสร้างที่ขัดต่อความเป็นอิสระของผู้ดูแลผลประโยชน์ ในการทำหน้าที่

เมื่อพิจารณาหลักเกณฑ์การปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ ในปัจจุบันจะพบว่า ผู้ดูแลผลประโยชน์ ยังขาดบทบาทเชิงรุก (active role) โดยมีหน้าที่เพียงตรวจสอบดูแลให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามโครงการและทำหน้าที่เกี่ยวกับการบริหารจัดการทั่วไปตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 127 แต่ไม่ได้เข้าไปกำกับ (supervise) บริษัทจัดการเพื่อเป็นการสร้างมาตรการป้องกันความเสียหาย ซึ่งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้พยายามดำเนินการแก้ไขในเรื่องนี้ภายใต้ขอบเขตอำนาจตามกฎหมายในปัจจุบัน โดยการกำหนดหน้าที่แก่บริษัทจัดการ เพื่อให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ เข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นการกำหนดหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ ทางอ้อม เช่น กำหนดให้รายงานธุรกรรมปีบัญชีที่บริษัทจัดการต้องส่งให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนและสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ต้องมีความเห็นของผู้ดูแลผลประโยชน์ เกี่ยวกับการจัดการกองทุนรวม กำหนดให้บริษัทจัดการต้องการให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ เป็นผู้รับรองความถูกต้องในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ฯลฯ และให้ความเห็นชอบแก่บริษัทจัดการในการกำหนดวิธีคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน เป็นต้น นอกจากนี้ ในกรณีที่บริษัทจัดการกระทำการหรืองดเว้นกระทำการจนก่อให้เกิดความเสียหายแก่กองทุนรวม หรือไม่ปฏิบัติหน้าที่ ผู้ดูแลผลประโยชน์ ก็มีบทบาทดำเนินการเพียงการรายงานเรื่องดังกล่าวให้แก่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. แต่ไม่มีอำนาจในการเปลี่ยนตัวบริษัทจัดการดังเช่น บทบาทของทรัสต์ โดยผู้มีอำนาจเพิกถอนการเป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการ และสั่งให้บริษัทจัดการอื่นเข้าดำเนินการแทนคือสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ในส่วนหลักเกณฑ์ที่กำหนดเกี่ยวกับการทำหน้าที่ที่ว่าเป็นการนำเอากลไกที่ต้องการให้รูปแบบมีผลเหมือนทรัสต์มาใช้นั้น ยังมิได้มีการนำหลักสำคัญเกี่ยวกับการทำหน้าที่ของทรัสต์มาบัญญัติไว้หลายประการเช่น

- ไม่มีบทบัญญัติโดยตรงที่กำหนดหน้าที่เกี่ยวกับความไว้วางใจ (Fiduciary duties) เข้ามาควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ของผู้ดูแลผลประโยชน์ในลักษณะเดียวกับ ทรัสต์
- ไม่มีบทบัญญัติโดยตรงที่กำหนดถึงข้อห้ามในการกระทำของผู้ดูแลผลประโยชน์ อันเป็นการขัดต่อประโยชน์ส่วนได้เสียของกองทุน (conflict of interest)

- ไม่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการติดตามกรรมสิทธิ์ในกองทุนทรัพย์สินคืน (tracing rule) ในกรณีที่ทรัพย์สินของกองทุนอยู่ในความครอบครองของบุคคลภายนอก โดยหน้าที่เกี่ยวกับการฟ้องร้องบังคับคดีในมาตรา 127 เป็นหน้าที่ฟ้องร้องต่อบริษัทจัดการให้ปฏิบัติตามหน้าที่ หรือฟ้องร้องเรียกค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากบริษัทจัดการเท่านั้น

จากปัญหาโครงสร้างหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องตามกฎหมายปัจจุบันที่กล่าวข้างต้น ส่งผลให้การคุ้มครองผู้ลงทุนขาดประสิทธิภาพจึงควรมีการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายในเรื่องนี้ โดยการนำเอากลไกที่มีผลเหมือนทรัสต์เข้ามาปรับใช้ดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นเพื่อให้มีการคานอำนาจที่สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยควรเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการตรวจสอบโดยผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมในรูปแบบปัจจุบันเป็นการตรวจสอบโดยทรัสต์ตามกฎหมายทรัสต์

ในเรื่องหลักเกณฑ์การตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องตามกฎหมายต่างประเทศนั้น กรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาจะกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทหรือคณะกรรมการทรัสต์เป็นผู้ทำหน้าที่ตรวจสอบดูแลบริษัทจัดการ ส่วนกรณีของประเทศออสเตรเลียจะใช้โครงสร้างแบบ Compliance based ในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยกำหนดให้มีแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) ภายใต้การตรวจสอบดูแลของคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) หรือคณะกรรมการอิสระเสียงข้างมาก (majority independent board) ซึ่งโครงสร้างการตรวจสอบบริษัทจัดการทั้งสองรูปแบบมีลักษณะร่วมกันในประการที่ทำให้บุคคลที่ทำหน้าที่ตรวจสอบดูแลมีความเป็นอิสระจากบริษัทจัดการเพื่อให้สามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

สำหรับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ นั้น เนื่องจากมีกลไกของกฎหมายทรัสต์พื้นฐานอยู่แล้ว ดังนั้นควรมีการกำหนดเกี่ยวกับนิติสัมพันธ์ สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบที่ชัดเจนระหว่างทรัสต์ (trustee) (ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมในรูปแบบทรัสต์) และผู้ถือหน่วยลงทุนในฐานะผู้รับผลประโยชน์ (beneficiary) เช่นกัน โดยตามหลักกฎหมายทรัสต์ แม้ว่าผู้ถือหน่วยลงทุนจะไม่มีนิติสัมพันธ์ในเชิงสัญญา กับทรัสต์ ผู้ถือหน่วยลงทุนในฐานะผู้รับประโยชน์ก็สามารถเรียกร้องเอาสิทธิประโยชน์ตามตราสารก่อตั้งทรัสต์ได้ โดยไม่ต้องเข้าไปเป็นคู่สัญญาก่อตั้งทรัสต์ตามหลัก Privity of Contract และไม่จำเป็นต้องมี Consideration ตามหลัก Doctrine of Consideration ซึ่งเป็นโครงสร้างที่เหมาะสมกับการกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับบุคคลที่สามที่จะมา

ดูแลผลประโยชน์ให้ผู้ถือหน่วยลงทุนซึ่งเป็นโครงสร้างที่นิยมใช้ในการจัดตั้งกองทุนรวมในประเทศต่างๆ

หลักกฎหมายทรัสต์โดยทั่วไปให้สิทธิผู้รับประโยชน์ในการร้องขอต่อศาลให้เปลี่ยนทรัสต์ในกรณีที่ผู้รับประโยชน์สามารถพิสูจน์ได้ว่าการให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์ต่อไปจะเป็นผลร้ายต่อทรัพย์สินของกองทรัสต์ และในกฎหมายของบางประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาตาม Investment Company Act of 1940 กำหนดให้การเปลี่ยนตัวทรัสต์สามารถทำได้เมื่อมีการร้องขอจากผู้ถือหน่วยลงทุนด้วย

หลักกฎหมายทรัสต์ยังควรมีการกำหนดอำนาจหน้าที่ของทรัสต์ไว้อย่างชัดเจน โดยกำหนดมาตรฐานของการทำหน้าที่ไว้อย่างเข้มงวด เพื่อให้เหมาะสมกับความไว้วางใจที่ได้รับจากผู้จัดตั้งทรัสต์ อันเนื่องจากทรัสต์เป็นบุคคลที่มีความน่าเชื่อถือ (trustworthiness) กล่าวคือ มีการกำหนดหน้าที่ของทรัสต์เกี่ยวกับหลักความไว้วางใจ (fiduciary duty) โดยทรัสต์ในฐานะที่เป็นผู้ได้รับความไว้วางใจต้องไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการกระทำซึ่งขัดแย้งในทางผลประโยชน์ (conflict of interest) อันเป็นหน้าที่ที่ต้องยึดถือยิ่งกว่าการปฏิบัติหน้าที่ตามเอกเทศสัญญาอื่น เช่น หน้าที่ตามสัญญาตัวแทน หน้าที่ในฐานะผู้แทนนิติบุคคล เป็นต้น และทรัสต์ในฐานะที่ได้รับความไว้วางใจ มีหน้าที่ต้องจัดการทรัสต์ด้วยตนเอง จะมอบหมายให้บุคคลอื่นจัดการไม่ได้ เว้นแต่ตราสารแห่งทรัสต์หรือกฎหมายกำหนดไว้ให้มีการมอบหมายให้บุคคลอื่นจัดการทรัสต์ให้ได้ แต่ทั้งนี้ก็มีหลักในการมอบหมายเป็นกรอบในการควบคุมการมอบหมายจากการทรัสต์ โดยทรัสต์ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการกระทำของผู้ที่ได้รับมอบหมาย หากทรัสต์ได้ใช้ความระมัดระวังในการคัดเลือกบุคคลที่จะได้รับมอบหมาย และได้ให้คำแนะนำรวมถึงการติดตามดูแลควบคุมการทำงานของผู้รับมอบหมายอย่างเหมาะสมแล้ว ซึ่งหลักเช่นนี้สามารถนำมาใช้เพื่อก่อให้เกิดการบางแยกหน้าที่ที่ชัดเจนระหว่างผู้ดูแลผลประโยชน์ กับบริษัทจัดการได้

นอกจากนี้ ตามหลักกฎหมายทรัสต์มีหลักการติดตามเอาทรัพย์สินในกองทรัสต์คืน (tracing rule) ในกรณีที่ทรัพย์สินของกองทรัสต์อยู่ในความครอบครองของบุคคลภายนอก แม้ว่าทรัพย์สินนั้นจะถูกเปลี่ยนแปลงเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นแล้วก็ตาม อีกทั้งการติดตามเอาทรัพย์สินคืนนั้นหากมีดอกหรือผลประโยชน์อื่นรวมอยู่ด้วยก็อาจเรียกให้ส่งคืนได้ทั้งหมด ซึ่งหากทรัสต์ไม่ปฏิบัติหน้าที่เพื่อเรียกเอาทรัพย์สินคืนจากผู้ยึดถือ หรือครอบครอง โดยมีขอบถือว่าการละเมิดทรัสต์ (breach of trust) ซึ่งนอกจากผู้ได้รับประโยชน์จะเรียกให้ทรัสต์รับผิดชอบแล้ว ยังสามารถใช้สิทธิในฐานะที่เป็นผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์เรียกคืนทรัพย์สินจากผู้ถือหรือครอบครองทรัพย์สินของ

กองทรัสต์โดยมิชอบได้อีกด้วย ซึ่งมาตรการตามหลักกฎหมายทรัสต์ที่กล่าวมานี้ จะทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนอยู่ในฐานะผู้ถือหน่วยลงทุนหรือผู้รับประโยชน์ได้รับการคุ้มครองสิทธิมากขึ้น

อย่างไรก็ตามตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ มาตรา 55 กำหนดว่าบุคคลที่สามารถยื่นคำขออนุญาตประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ ได้แก่

- (1) ธนาคารพาณิชย์
- (2) สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (3) บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการเป็น

นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การจัดการกองทุนรวม หรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล

โดยให้เหตุผลว่า ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ ในมาตรา 55 ได้กำหนดบุคคลที่จะยื่นคำขอเป็นทรัสต์ไว้อย่างชัดเจนบางส่วนแล้ว คือ บุคคลตาม (1) และ (2) โดยบุคคลดังกล่าวประกอบธุรกิจหลักที่เกี่ยวข้องกับ หลักความไว้วางใจอยู่แล้ว อีกทั้งยังมีหน่วยงานหลัก (Lead regulator) กำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักอย่างใกล้ชิด บุคคลดังกล่าวจึงมีความน่าเชื่อถือไว้วางใจได้ในระดับหนึ่งและเหมาะสมที่จะให้ยื่นคำขอเป็น ทรัสต์ได้ อย่างไรก็ตาม ในมาตราดังกล่าวได้เปิดกว้างให้สามารถกำหนดนิติบุคคลเพิ่มเติมที่จะยื่นคำขอความเห็นชอบเป็นทรัสต์ได้ ซึ่ง ก.ล.ต. ได้พิจารณาถึงประเภทธุรกรรมที่จะนำทรัสต์ไปใช้ทั้ง Active Trust และ Passive Trust ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์ตาม (3) มีความคุ้นเคยและเกี่ยวข้องกับธุรกรรม Passive Trust อยู่บ้าง อีกทั้งในการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวต้องปฏิบัติหน้าที่ภายใต้หลักความไว้วางใจด้วยเช่นกัน บริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงมีความคุ้นเคยกับการบริหารจัดการทรัพย์สินภายใต้หลักความไว้วางใจ จึงเห็นควรที่จะเสนอให้มีการกำหนดเพิ่มเติมให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจตามที่กล่าวใน (3) สามารถยื่นคำขออนุญาตเป็นทรัสต์ได้ด้วย⁵

จากเหตุผลดังกล่าวผู้เขียนเข้าใจว่าตามพระราชบัญญัติทรัสต์มีความประสงค์ใช้ทรัสต์กับธุรกรรมทางตลาดทุนทั้ง Active Trust และ Passive Trust แต่เนื่องจากลักษณะของการดำเนินการที่มีความแตกต่างกัน ผู้เขียนจึงมีความเห็นว่าหากยังคงมีการอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การจัดการกองทุนรวม หรือการจัดการกองทุนส่วนบุคคล หรือ บลจ. สามารถเข้ามาเป็นทรัสต์ใน REITs ซึ่งมีลักษณะเป็น Active Trust โดยไม่มีการ

⁵ อ้างแล้ว, เจริญธรรมที่ 2, น.13-14

อบรมหรือให้ความรู้ในเรื่องของการบริหารจัดการและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ปัญหาเดิมๆ ก็ยังคงมีอยู่ต่อไปดังเดิมมิได้รับการแก้ไขให้หมดไป

ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะว่าควรที่จะมีการอบรมให้ความรู้แก่ บลจ. ที่จะเข้ามาเป็นทรัสต์ในรูปแบบ Active Trust ให้ทราบถึงการการบริหารจัดการและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เสมือนกับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทั่วไป หรือเปิดช่องให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีความรู้ความสามารถในด้านดังกล่าวดีอยู่แล้วสามารถยื่นคำขอเข้าเป็นทรัสต์ โดยการกำหนดคุณลักษณะฐานะทางการเงินเอาไว้เช่นเดียวกัน แต่ข้อพิจารณาที่สำคัญ คือ กลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะเข้ามาเป็นทรัสต์นั้น จะต้องเข้ามาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ก.ล.ต. เช่นเดียวกับ บลจ. ด้วย ซึ่งอาจมีการผ่อนคลายนกเกณฑ์บางประการในการกำกับดูแลสำหรับกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะเข้ามาเป็นทรัสต์ เพื่อเป็นการจูงใจและเปิดโอกาสในการเข้ามาเป็นทรัสต์เพิ่มมากขึ้น

3. ปัญหาเรื่องภาษีจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ตามที่คุณเขียนได้กล่าวถึงสิทธิประโยชน์ของการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในบทที่ 3 เรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทั้งสิทธิประโยชน์ของตัวกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอง ว่าเนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ถูกจัดให้เป็นประเภทหนึ่งของกองทุนรวม ดังนั้นในเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษีจึงมีหลักเกณฑ์เหมือนกับกองทุนรวมทุกประการ ซึ่งมีสิทธิประโยชน์ต่างๆ มากมายที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกำหนดให้เพื่อดึงดูดนักลงทุนหันมาสนใจลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จึงก่อให้เกิดประเด็นปัญหาดังต่อไปนี้

3.1 ปัญหาความลักลั่นในการจัดเก็บภาษี

ปัญหาความลักลั่นในการจัดเก็บภาษีของนักลงทุน เกิดจากการที่กฎหมายกำหนดให้กองทุนรวมทั่วไปนั้นมีสถานะเป็นคณะบุคคลตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากร จึงได้รับยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาตามมาตรา 42(4) แห่งประมวลรัษฎากร ในขณะที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นมีสถานะเป็นนิติบุคคลตามมาตรา 124 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ แต่มีไซนิติบุคคลที่มีหน้าที่เสียภาษีเงินได้นิติบุคคลตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากร จึงไม่มีหน้าที่ในการเสียภาษีเงินได้ ซึ่งต้นตอของปัญหาเกิดจากลักษณะของการบริหารจัดการกองทุน

รวมทั้งสองประเภทนั้นมีความแตกต่างกัน กล่าวคือ กองทุนรวมทั่วไป บลจ. จะมีลักษณะของการบริหารจัดการกองทุนแบบ Passive Role คือ ไม่ต้องมาพัฒนาตัวทรัพย์สินเพื่อสร้างรายได้ บลจ. มีเพียงหน้าที่ในการบริหารจัดการทั่วไปเท่านั้น แต่สำหรับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น บลจ. จะมีลักษณะของการบริหารจัดการกองทุนรวมแบบ Active Role คือ บลจ. มีหน้าที่ต้องพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ให้มีมูลค่าที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจากลักษณะของการบริหารจัดการที่มีความแตกต่างกัน อีกทั้งในประมวลรัษฎากรก็ไม่ได้มีการกำหนดเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่แยกต่างหากจากกันอย่างชัดเจน เมื่อเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจขึ้น การแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าในช่วงเวลาดังกล่าว ก็คือการกำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นกองทุนที่เกิดขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ เป็นประเภทหนึ่งของกองทุนรวมทั่วไป ซึ่งผิดหลักการและลักษณะของการบริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังที่กล่าวข้างต้น ส่งผลให้เกิดลักษณะของกองทุนรวมออกเป็น 2 ลักษณะ กองทุนรวมที่มีสถานะเป็นคณะบุคคล กับกองทุนรวมที่มีสถานะเป็นนิติบุคคลขึ้น และเนื่องจากการแก้ไขประมวลรัษฎากรนั้นต้องมีการเสนอเรื่องเข้าสู่สภาเพื่อทำการแก้ไขและใช้เวลานานมาก ดังนั้นปัญหาดังกล่าวจึงยังคงไม่ได้รับการแก้ไขให้เหมาะสม จึงก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมในการจัดเก็บภาษีเกิดขึ้น

จากสาเหตุดังกล่าว ทำให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น แทนที่จะเป็นเครื่องมือทางการเงินในการพัฒนาตลาดทุน อาจจะทำให้เกิดช่องว่างของนักลงทุนที่ใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าว มาลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวขึ้นเพื่อการหลีกเลี่ยงภาษีมากกว่าที่จะใช้สิทธิประโยชน์ที่ได้รับเพื่อวัตถุประสงค์ในการเป็นส่วนหนึ่งของการพัฒนาตลาดทุน โดยรูปแบบในการหลีกเลี่ยงภาษีที่เกิดขึ้น คือ การที่ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะนำทรัพย์สินของตนเข้าเป็นหลักทรัพย์ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเข้ามารับโอนอสังหาริมทรัพย์จากบุคคลอื่นและจัดการแทนตน เพื่อให้การทำธุรกรรมต่างๆ ได้รับยกเว้นภาษีและลดหย่อนค่าธรรมนิยม รวมถึงเงินได้ต่างๆ ที่เกิดขึ้นก็จะไม่อยู่ในบังคับต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา โดยผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์เหล่านี้จะเข้าถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น แม้จะมีกฎเกณฑ์ของ ก.ล.ต. จะกำหนดให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมถือหน่วยลงทุนได้ไม่เกิน 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด แต่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์เหล่านี้ก็มักจะพยายามหาตัวแทน (Nominee) เพื่อถือหน่วยลงทุนแทนตนในสัดส่วนที่เกินจาก 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุน เพื่อให้ตนยังคงสถานะความเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์อยู่โดยอ้อม ซึ่งวิธีการดังกล่าวนี้จะ

ทำให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์สามารถหลีกเลี่ยงภาษีได้จำนวนมาก (ซึ่งประเด็นเรื่องการถือหน่วยลงทุนได้ไม่เกิน 1 ใน 3 นี้ก็เป็นปัญหาอีกประการหนึ่งที่จะนำมาพิจารณาในบทนี้ด้วย)

ประเด็นปัญหาดังกล่าวนั้นเป็นข้อถกเถียงกันอย่างมาก ในปัจจุบันทางกรมสรรพากรกำลังอยู่ในขั้นตอนของการพิจารณาเรื่องสิทธิประโยชน์ในทางภาษีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เพื่อต้องการดำเนินการกับผู้ประกอบการที่นำกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาใช้ในการหลบเลี่ยงภาษี เพราะปกติรายได้จากค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์จะต้องนำไปหักภาษี แต่ถ้าจัดตั้งเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้นมาจะได้รับการยกเว้นภาษีทันที ซึ่งก็มีข้อโต้แย้งจากเหล่าบรรดานักลงทุนและตัวแทนของบริษัทจัดการกองทุนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากต่างมีความเห็นร่วมกันดังนี้ คือ⁶

(1) หากกรมสรรพากรดำเนินการยกเลิกมาตรการดังกล่าวจริงจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อภาพรวมธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และยังทำให้ช่องทางการระดมทุนของผู้ประกอบการด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต้องปิดลง ประกอบกับในช่วงเวลาที่ผ่านมานั้นตลาดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็ยังไม่ได้เติบโตเต็มที่มากเท่าที่ควรอันเนื่องมาจากมาตรการสำรองเงินทุนร้อยละ 30 ของธนาคารแห่งประเทศไทย แม้ว่าในปัจจุบันจะได้ยกเลิกไปแล้วก็ตาม แต่การเจริญเติบโตก็ไม่ได้มีความต่อเนื่องอันเนื่องมาจากมาตรการดังกล่าว ดังนั้นหากกรมสรรพากรดำเนินการดังกล่าวแล้วยังเป็นการทำให้การเติบโตของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัวลงไปอีก

(2) ในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว นั้น มีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องโดยตรงที่เข้ามาควบคุมดูแลอยู่แล้ว

(3) การที่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ที่ขายสินค้าเข้ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น รายได้จากการขายสินทรัพย์นี้ก็ต้องถูกบันทึกเป็นรายได้และเสียภาษีให้กับกรมสรรพากรอยู่ดี ซึ่งหากพิจารณาแล้วจะเห็นได้ว่าเป็นการนำเอาเงินที่ควรจะได้ในอนาคตมาเสียภาษีก่อนล่วงหน้า

⁶ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ฝ่ายกฎหมาย, บันทึกข้อความเรื่องประเด็นปัญหาในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์. กรุงเทพฯ 2552 (เอกสารไม่มีการตีพิมพ์)

(4) มีการตรวจสอบเรื่องเกณฑ์ที่ห้ามเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมหรือกลุ่มผู้ลงทุนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งถือหน่วยลงทุนเกินกว่า 1 ใน 3 ของมูลค่ากองทุนและยังต้องมีผู้ถือหน่วยลงทุนอย่างน้อย 250 ราย ซึ่งก็เป็นไปได้ยากที่จะมีผู้ประกอบการนำกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาใช้ในการหลบเลี่ยงภาษี

ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงมีความเห็นร่วมกันว่าหากมีมาตรการยกเลิกสิทธิประโยชน์ดังกล่าวจริงก็คงจะเป็นมาตรการที่เหวี่ยงแหกันจนเกินไป และอาจเกิดการชะงักของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้นั่นเอง

แต่จากลักษณะของการบริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นแบบ Active Role นั้น จะพบว่ามึลักษณะเดียวกับกับกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิ ไม่ได้มีความแตกต่างกันแต่ประการใด อีกทั้งการที่ บลจ. ขาดศักยภาพในการบริหารจัดการและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ส่งผลให้ บลจ. ต้องจ้างกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เข้ามาช่วยบริหารจัดการแทนตนโดยอ้อม เนื่องจากกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เหล่านี้ไม่เข้าเงื่อนไขที่จะเป็น บลจ. ได้ ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้นไปด้วย ในความเห็นของผู้เขียนมีข้อเสนอแนะควรให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เสียภาษีเช่นเดียวกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากผู้เขียนมีความเห็นว่า หากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ถูกจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ก็จะไม่มึหน้าที่ต้องเสียภาษีเงินได้ เนื่องจากไม่ถือเป็นหน่วยภาษีตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากร แต่จากลักษณะของการประกอบกิจการของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีการดำเนินการเช่นเดียวกับผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ทั่วไป จึงควรมีหน้าที่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลโดยคำนวณจากกำไรสุทธิด้วย ทั้งนี้เพื่อมิให้เป็นทางเลือกปฏิบัติอันจะก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรมต่อผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ทั่วไป และอาจเป็นแรงจูงใจให้ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เลิกประกอบธุรกิจและหันมาจัดตั้งเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือเปลี่ยนสถานะเป็นบริษัทจัดการหรือผู้จัดการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น ดังนั้นเพื่อมิให้เป็นการปิดกั้นระบบการค้าเสรีและไม่ส่งผลกระทบต่อกระบวนการประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แล้ว จึงควรกำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นนิติบุคคลตามประมวลรัษฎากรและมีหน้าที่เสียภาษีเงินได้นิติบุคคลจากกำไรสุทธิด้วย

ผู้เขียนเห็นว่าควรมีการแก้ไขเพิ่มเติมคำนิยามของกองทุนรวมตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากรให้ครอบคลุมถึงกองทุนรวมที่มีฐานะนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ด้วย เพื่อให้กองทุนรวมทั่วไปและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์เดียวกัน ซึ่งจะทำให้บทบัญญัติตามประมวลรัษฎากรที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวม

สามารถนำมาบังคับใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ได้ และเมื่อนิยามความหมายของกองทุนรวมดังกล่าวให้ครอบคลุมแล้ว กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยังคงไม่เป็นหน่วยภาษีเงินได้ เนื่องจากกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ไม่ใช่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลหรือคณะบุคคลตามประมวลรัษฎากร ดังนั้นเงินได้ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงไม่ต้องเสียภาษีเงินได้ดังเช่นที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน โดยจะทำให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นแหล่งระดมเงินทุนเข้าสู่ตลาดทุน และไม่ก่อให้เกิดภาษีเชิงซ้อนทางเศรษฐกิจกับผู้ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เช่นเดิม กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ สิทธิประโยชน์ในทางภาษีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยังคงเป็นเหมือนเดิม หรือหากต้องการให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นควรเสียภาษีดังเช่นกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทั่วไป ก็อาจกำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นนิติบุคคลตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากรเหมือนกับกรณีที่กำหนดให้บริษัทร่วมค้าหรือ Joint Venture เป็นนิติบุคคลที่ต้องเสียภาษีเงินได้ตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากร ซึ่งก็มีหลักการเช่นเดียวกัน

สำหรับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ นั้นก็เช่นเดียวกัน เนื่องจากในปัจจุบันยังไม่มีบทบัญญัติที่กำหนดไว้ว่า REITs ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จะถือเป็นหน่วยภาษีหรือไม่ ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะว่าควรจะยึดในหลักการเดียวกัน หากเปิดช่องทางภาษีเอาไว้ก็ไม่อาจแก้ไขปัญหาได้ดังเดิม กล่าวคือ ควรมีการบัญญัติให้ REITs ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ เป็นหน่วยภาษีที่ต้องเสียภาษีเงินได้ด้วยเช่นเดียวกัน โดยการแก้ไขเพิ่มเติมคำนิยามของกองทุนรวมตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากรให้ครอบคลุมถึง REITs ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ ด้วยเพื่อมิให้เกิดความสับสนในการจัดเก็บภาษี

3.2 ปัญหาการจัดประเภทเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ปัญหานี้เกิดจากการจัดประเภทเงินได้ที่รับจากกองทุนรวมที่มีสถานะเป็นคณะบุคคลตามประมวลรัษฎากร มาตรา 39 (“กองทุนรวมทั่วไป”) กับกองทุนรวมที่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 124 (“กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์”) ที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ทั้งในกรณีที่ผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งบุคคลธรรมดาและนิติบุคคลเงินได้ที่ได้รับเป็นดังนี้

- เงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งของกำไรที่ได้รับจากกองทุนรวมทั่วไป ถือเป็นเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(4)(ข) เว้นแต่เงินได้จากการขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวมทั่วไปถือเป็นเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(8)

- เงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งของกำไรหรือเงินได้จากการขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ถือเป็นเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(8)

โดยผู้เขียนจะขอยกตัวอย่างกรณีปัญหาที่เกิดขึ้นจากการจัดประเภทเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในกรณีของบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทยที่ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มาวิเคราะห์เพื่อเป็นตัวอย่างกรณีศึกษา ดังนี้

จากความแตกต่างในการจัดประเภทของเงินได้พึงประเมินที่แตกต่างกันก่อให้เกิดปัญหาที่ตามมา คือ ปัญหาในการเสียภาษีเงินได้ของบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทยที่ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากหลักเกณฑ์โดยทั่วไปเงินได้ของบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย จะต้องเสียภาษีเงินได้ตามมาตรา 70 แห่งประมวลรัษฎากร กล่าวคือ ในกรณีที่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย แต่ได้รับเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(2) (3) (4) (5) และ (6) ที่จ่ายจากหรือในประเทศไทย จะต้องเสียภาษีเงินได้ โดยผู้จ่ายเงินได้จะเป็นผู้หักภาษีเงินได้ ณ ที่จ่ายตามอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(2) (3) (4) (5) และ (6) หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 15 ของเงินได้ ยกเว้นเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(4)(ข) หักภาษี ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 10 ของเงินได้ อย่างไรก็ตามหากบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย แต่ได้รับเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40(7) และ (8) บริษัทดังกล่าวไม่มีหน้าที่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลให้แก่ประเทศไทย

จากหลักเกณฑ์การเสียภาษีเงินได้ข้างต้น เมื่อเงินได้จากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ไม่ว่าจะเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งของกำไรหรือเงินได้จากการขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไม่จัดอยู่ในประเภทเงินได้ตามมาตรา 40(1) – (7) จึงต้องจัดเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ เป็นเงินได้ตามมาตรา 40(8)⁷ ดังนั้นเงินได้ที่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และ

⁷ เงินได้จากการขายหน่วยลงทุนในกองทุนรวม และเงินส่วนแบ่งกำไรที่ได้รับจากกองทุนรวมที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ถือเป็นเงินได้พึงประเมินตามมาตรา 40

มิได้ประกอบกิจการในประเทศไทยที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงไม่อยู่ภายใต้บังคับ มาตรา 70 แห่งประมวลรัษฎากร ดังนั้นเมื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จ่ายเงินปันผลหรือเงินส่วน แแบ่งกำไร หรือเงินได้จากการขายหน่วยลงทุนให้แก่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตาม กฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงไม่มี หน้าที่ต้องหักภาษีเงินได้ ณ ที่จ่าย และบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย ต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย ไม่มีหน้าที่ต้องเสียภาษีเงินได้ที่ได้รับจาก กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

แต่ในทางกลับกันหากผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้ง ขึ้นตามกฎหมายไทย และบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศที่ ประกอบกิจการในประเทศไทย เงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะต้องนำมารวม คำนวณเพื่อเสียภาษีเงินได้ แต่หากเป็นเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยได้รับยกเว้นภาษีเงินได้กึ่งหนึ่งของเงินปันผลที่ ได้รับ แต่ถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ทั้งจำนวน ดังนั้นถ้า เป็นบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย หรือบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติ บุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศแต่ประกอบกิจการในประเทศไทย จะไม่ได้รับยกเว้น ภาษีเงินได้สำหรับเงินได้ที่ได้รับจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลหรือเงินส่วน แแบ่งกำไร และเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุน โดยต้องนำเงินได้ดังกล่าวมารวมคำนวณเพื่อเสีย ภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งเหตุผลสำคัญก็เนื่องจากการที่นำกฎเกณฑ์ที่ใช้บังคับกับกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ไปผูกติดไว้กับกฎเกณฑ์ทั่วไปเรื่องกองทุนรวมที่มีบัญญัติมาก่อนหน้านี้แล้ว นั้นเอง

เมื่อพิจารณาการเสียภาษีเงินได้ของผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ระหว่างบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้น ตามกฎหมายไทย และบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศและ ประกอบกิจการในประเทศไทย กับบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย ต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย จะเห็นได้ว่าบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล ที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย ไม่มีภาระภาษีเงินได้

จากการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว ส่วนบริษัทที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการลงทุนเพียงบางส่วน กล่าวคือ จะได้รับยกเว้นภาษีเงินได้เมื่อได้รับเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งหากเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะได้รับยกเว้นทั้งจำนวน แต่หากมิใช่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะได้รับยกเว้นเพียงครึ่งหนึ่งของเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไร ส่วนบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศที่ประกอบกิจการในประเทศไทยไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้ ดังนั้นบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ และมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย จึงได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้มากกว่าบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยและบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศ ที่ประกอบกิจการในประเทศไทย ซึ่งทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมกับผู้ลงทุนในประเทศที่มีภาวะภาษีมากกว่าผู้ลงทุนต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย

ความแตกต่างดังกล่าวนี้ควรจะได้รับการแก้ไขโดยให้ภาวะภาษีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุนในประเทศหรือต่างประเทศ ควรมีภาวะภาษีที่ใกล้เคียงกัน และเกิดความเป็นธรรมแก่นักลงทุนในประเทศ ถึงแม้ว่าประเทศไทยจะมีมาตรการให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นแหล่งระดมเงินทุนจากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้เป็นเครื่องมือในการจูงใจนักลงทุนให้ลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่การจะใช้มาตรการทางภาษีเงินได้ดังกล่าวจะต้องตั้งอยู่บนความเป็นธรรมระหว่างนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เพื่อเป็นการป้องกันการเลี่ยงการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อหลีกเลี่ยงการเสียภาษีของบริษัทต่างประเทศด้วย

สำหรับข้อเสนอแนะแนวทางในการแก้ไขในกรณีนี้เป็นแนวทางเดียวกับปัญหาในเรื่องความไม่เป็นธรรมในการจัดเก็บภาษีข้างต้น กล่าวคือ ควรแก้ไขเพิ่มเติมคำนิยามของกองทุนรวมตามมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากรให้ครอบคลุมถึงกองทุนรวมที่มีฐานนิติบุคคลตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ด้วย ซึ่งจะทำให้บทบัญญัติตามประมวลรัษฎากรที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมสามารถนำมาบังคับใช้กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ได้ เนื่องจากเมื่อมีการแก้ไขเพิ่มเติมคำนิยามดังกล่าวแล้ว ส่งผลทำให้เงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ จะเป็นเงินได้ตามมาตรา 40(4)(ข) ทันทัน ดังนั้นเมื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จ่ายเงินปันผลหรือเงินส่วนแบ่งกำไรให้บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้น

ตามกฎหมายต่างประเทศและมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย เงินได้ดังกล่าวจะตกอยู่ภายใต้ บังคับแห่งมาตรา 70 แห่งประมวลรัษฎากร ซึ่งทำให้เมื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จ่ายเงินปันผล หรือเงินส่วนแบ่งกำไรให้แก่บริษัทดังกล่าว กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จึงมีหน้าที่ต้องหักภาษีเงิน ได้ ณ ที่จ่ายตามมาตราดังกล่าว ซึ่งจะทำให้สามารถแก้ไขปัญหาความเป็นธรรมในการเสียภาษี เงินได้ ระหว่างบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย และบริษัทหรือห้าง หุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศที่ประกอบกิจการในประเทศไทย กับบริษัทหรือ ห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายต่างประเทศและมีได้ประกอบกิจการในประเทศไทยที่ ลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้

สำหรับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบทรัสต์ตาม พระราชบัญญัติทรัสต์ฯ นั้นก็เช่นเดียวกัน เนื่องจากในปัจจุบันยังไม่มีบทบัญญัติที่กำหนดไว้ว่า Trust Certificate ของ REITs ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ฯ จะถือเป็นเงินได้พึงประเมินประเภทใด แต่โดยลักษณะแล้วทั้ง Trust Certificate และหน่วยลงทุนนั้นมีลักษณะที่ใกล้เคียงกันอยู่แล้ว ดังนั้น ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะว่าควรจะยึดในหลักการเดียวกัน คือ ควรถือเป็นเงินได้พึงประเมิน ตามมาตรา 40(4)(ข) ด้วยเช่นเดียวกัน

กล่าวโดยสรุป คือ การให้สิทธิประโยชน์ในทางภาษีนั้นหากการดำเนินธุรกรรม ใดๆ ที่มีลักษณะที่เหมือนกัน ก็ควรได้รับการพิจารณาให้สิทธิประโยชน์ในลักษณะที่เท่า เทียมกัน เพื่อไม่ให้เกิดความสับสนในการจัดเก็บภาษี และทำให้เกิดช่องว่างในการบิดเบือน วัตถุประสงค์ที่แท้จริงของการให้สิทธิประโยชน์ในทางภาษี

4. ปัญหาที่เกิดจากการกำหนดหลักเกณฑ์เชิงนโยบายในการกำกับดูแล การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ตามที่คุณเขียนได้กล่าวไว้ในข้างต้นแล้วว่า ลักษณะสำคัญของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์นั้นมีลักษณะเป็นกระบวนการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) อย่างหนึ่ง กล่าวคือ เป็นการนำอสังหาริมทรัพย์มาพัฒนาเป็นหลักทรัพย์เพื่อใช้ เป็นทรัพย์สินในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยที่รูปแบบของกองทุนรวมที่บริษัท จัดการจัดตั้งขึ้นนั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุนไปซื้อ หรือเช่า อสังหาริมทรัพย์ และบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ โดยมุ่งเน้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสม่ำเสมอใน รูปของค่าเช่า โดยมีได้ซื้ออสังหาริมทรัพย์มาเพื่อการพัฒนาและขายต่อ ผลตอบแทนหรือรายได้ที่

ได้รับจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว จะถูกนำไปแบ่งให้ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปของเงินปันผลในอัตราร้อยละ 90 ต่อไป

จากลักษณะข้างต้นจะเห็นได้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อรับกระแสเงินสดจากการประกอบธุรกิจเพื่อจัดหาประโยชน์ในอสังหาริมทรัพย์ ผ่านการบริหารจัดการโดย บลจ. จากนั้นเมื่อได้รับผลตอบแทนหรือรายได้ที่ได้รับจากการบริหารอสังหาริมทรัพย์ก็จะจ่ายเงินสดนั้นออกไปให้แก่ผู้ลงทุนในรูปของเงินปันผล โดยพยายามไม่ให้เกิดคนทั่วไปเข้ามามีอิทธิพลในการบริหารจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ในช่วงระยะเวลาเริ่มต้นของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น จึงมีการกำหนดรูปแบบเอาไว้ที่ค่อนข้างจำกัดและเกิดความไม่ยืดหยุ่นในการดำเนินงานของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ตาม ด้วยสภาวะการณ์ในปัจจุบันที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากเมื่อเปรียบเทียบกับสมัยที่มีการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในยุคแรกเริ่ม ทำให้นโยบายของ ก.ล.ต. ที่ออกประกาศฉบับต่างๆ ในเชิงของข้อจำกัดในการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น ส่งผลให้การขยายตัวหรือพัฒนาของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นไม่มากเท่าที่ควร เพราะในปัจจุบันกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นถูกมองว่าน่าจะเป็นเครื่องมือทางการเงินที่สำคัญในการที่จะส่งเสริมและพัฒนาตลาดทุนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เพื่อให้ภาพรวมของเศรษฐกิจมีความเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น ดังนั้นทางควรมีการส่งเสริมโดยการออกนโยบายใหม่ๆ ที่มีข้อจำกัดต่างๆ ลดน้อยลง เพื่อให้มีการระดมทุนจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

สำหรับนโยบายที่ยังคงเป็นการจำกัดเงื่อนไขในหลายๆ ด้านจากเหตุผลเรื่องนโยบายในยุคแรกของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งทำให้การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยยังคงมีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศออสเตรเลียที่อยู่ในภูมิภาคเอเชียด้วยกันก็มีการเจริญเติบโตของ A-REITs ที่ก้าวกระโดดรวดเร็วมาก ซึ่งข้อจำกัดต่างๆ ตามนโยบายเดิมนั้น ผู้เขียนขอแยกพิจารณา ดังนี้

4.1 ปัญหาเรื่องทรัพย์สินที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจลงทุนได้

สืบเนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบันต้องเข้าลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เฉพาะประเภทที่ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับ

หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สน. 11/2550 (ข้อ 36) กำหนดและต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ การลงทุนที่กำหนดไว้ในข้อ 35 เท่านั้น จึงก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ ดังนี้

4.1.1 ทรัพย์สินที่กอง 1 อาจลงทุนได้มีจำกัด

แม้ว่าตามข้อ 36 (8) จะเปิดโอกาสให้บริษัทจัดการกองทุนสามารถยื่นคำ ร้องขอให้คณะกรรมการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พิจารณาอนุญาตให้ลงทุนในสิ่งก่อสร้างอื่นได้ แต่การขออนุญาตดังกล่าวจะได้รับการพิจารณา และอนุญาตเป็นรายกรณีๆ ไป มิได้เป็นการทั่วไปและไม่มีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาอนุญาตที่ แน่นนอนถือเป็นดุลพินิจของคณะกรรมการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ ที่ผ่านมาในอดีตคณะกรรมการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ ได้พิจารณาอนุญาตในหลักการให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) สามารถ ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทสนามบินได้ โดยมีเงื่อนไขว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบิน นั้นต้องมีเที่ยวบินของหลายสายการบินรวมถึงสายการบินไทยที่เป็นสายการบินแห่งชาติที่สามารถ ขึ้นลง ณ สนามบินดังกล่าวได้เป็นประจำ (Regular Flight) และในสัดส่วนที่เหมาะสม (หนังสือเวียนที่ กต.น. (ว) 19/2549 เรื่อง มติคณะกรรมการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ อนุญาตในหลักการให้กอง 1 สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ประเภทสนามบินได้โดยมีเงื่อนไข) อย่างไรก็ตาม แม้จะอนุญาตในหลักการแล้ว หากกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ใดต้องการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทสนามบินก็ต้องขออนุญาต คณะกรรมการสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นรายกรณีไป เช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สนามบินสมุย เป็นต้น

ข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ หลักเกณฑ์และเงื่อนไขในทางปฏิบัติควรถูก กำหนดให้เป็นไปในแนวทางเดียวกัน เพื่อขจัดขั้นตอนในการต้องมาขออนุมัติจากทางก.ล.ต. อีก ทั้ทั้งๆ ที่เป็นทรัพย์สินในการลงทุนนั้นเป็นทรัพย์สินประเภทเดียวกัน

นอกจากนี้ข้อจำกัดที่สำคัญอีกประการในเรื่องของทรัพย์สิน คือ กองทุน รวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยจำกัดให้สามารถลงทุนได้เฉพาะอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย เท่านั้น ในขณะที่หลายประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง A-REITs ของประเทศออสเตรเลียนั้นเปิดกว้าง ให้ A-REITs สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของประเทศอื่นได้ ส่งผลทำให้ A-REITs ของ ประเทศออสเตรเลียมีอัตราจเริญเติบโตที่สูงมาก

ดังนั้นข้อเสนอแนะที่ควรจะเป็น คือ ควรมีการกำหนดให้กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยมีทางเลือกในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ต่างประเทศได้ ก็

จะทำให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยมีทิศทางเติบโตของที่ดีกว่าข้อจำกัดที่มีอยู่ในปัจจุบัน

4.1.2 การจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนในธุรกิจโรงแรม⁸

ตามข้อ 43 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สน. 11/2550 กำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (กอง 1) สามารถจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนได้เฉพาะด้วยการให้เช่าพื้นที่โดยตรงหรือให้เช่าแก่ผู้ประกอบการอื่น และหากเป็นการลงทุนในอาคารโรงแรม ต้องนำอาคารดังกล่าวมาให้เช่าแก่ผู้ประกอบการโรงแรมเท่านั้น โดยกอง 1 เองไม่สามารถขอใบอนุญาตประกอบกิจการโรงแรมได้ และเนื่องด้วยในปัจจุบันพระราชบัญญัติโรงแรม พ.ศ. 2547 ได้กำหนดนิยามของคำว่า “โรงแรม” ไว้โดยไม่รวมถึงสถานที่พักที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการที่พักอาศัยโดยคิดค่าบริการเป็นรายเดือนขึ้นไป ซึ่งการให้บริการในลักษณะเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์ ในทางปฏิบัติในปัจจุบันมักมีการให้บริการให้เช่าห้องพักทั้งเป็นรายเดือนและน้อยกว่ารายเดือน ดังนั้นทำให้กอง 1 ไม่อาจจัดหาผลประโยชน์จากอาคารเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์ได้เช่นเดียวกับที่ผ่านมา เนื่องจาก กอง 1 ไม่สามารถที่จะขอใบอนุญาตประกอบกิจการโรงแรมได้เอง ดังนั้น จึงอาจทำให้โอกาสและช่องทางที่กอง 1 จะลงทุนในอาคารที่มีลักษณะเป็นเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์มีน้อยลง โดยที่ผ่านมากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์คลออลิตี้ เฮ้าส์ก็ประสบปัญหานี้จนทำให้ต้องลดขนาดของกองทุนเช่นเดียวกัน ซึ่งข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ ควรเปิดช่องให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนในอาคารโรงแรมสามารถนำอาคารดังกล่าวมาให้เช่าแก่ผู้อื่นนอกจากผู้ประกอบการโรงแรมเท่านั้น และควรกำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สามารถลงทุนในอาคารเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์ ได้ เนื่องจากเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่มีเป็นจำนวนมาก หากดำเนินการตามข้อเสนอแนะดังกล่าว ผู้เขียนเชื่อว่าอาคารเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์น่าที่จะได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้น

4.1.3 กรณีเงื่อนไขการเลิกสัญญาเช่า

เนื่องจากกรณีที่เป็นสิทธิการเช่านั้น ตามเกณฑ์ของประกาศที่ผู้เขียนได้กล่าวมาในบทก่อนนั้น กำหนดว่า “ต้องไม่เป็นการเช่าช่วง และสัญญาเช่าต้องไม่มีเงื่อนไขที่ก่อให้เกิดหน้าที่มากกว่าอันเป็นปกติที่ผู้เช่าต้องกระทำเมื่อสัญญาเช่าสิ้นสุดลง” แต่กลับไม่มีกำหนดในเรื่องเงื่อนไขที่เกี่ยวกับการผิดสัญญาเช่าอันอาจเป็นเหตุให้ผู้ให้เช่าสามารถยกเลิกสัญญาเช่าได้

⁸ จดหมายชักข้อความเข้าใจที่ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์(ว) 11342548 เรื่อง การชักข้อความเข้าใจเกี่ยวกับการขอใบอนุญาตการประกอบธุรกิจโรงแรมของกองทุนรวมที่ลงทุนในเซอร์วิส อพาร์ทเมนท์ ลงวันที่ 8 มิถุนายน 2548

ดังนั้นหากในข้อเท็จจริงผู้ให้เข้ามีความประสงค์ที่จะยกเลิกสัญญาเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นทรัพย์สินในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จะมีผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทันที เพราะการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นการระดมทุนมาจากประชาชนทั่วไปและบุคคลหลายฝ่ายเข้ามาเกี่ยวข้องและมีส่วนได้เสีย ดังนั้นจึงควรต้องแก้ไขเกณฑ์ของประกาศในเรื่องดังกล่าว เพื่อป้องกันความเสียหายอันอาจเกิดขึ้นในอนาคตได้

อย่างไรก็ตามปัญหาดังกล่าวนั้น ในทางปฏิบัติบริษัทจัดการกองทุนรวมที่เป็นบริษัทจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ก็มักจะพึ่งบริษัทที่ปรึกษากฎหมายเพื่อให้เข้ามาช่วยตรวจทานสัญญาเช่าอีกครั้งหนึ่ง นอกจากนี้ในเรื่องของการบอกเลิกสัญญาเช่านั้นมีหลักเกณฑ์กำหนดไว้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะต้องจัดให้มีผู้รับประกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการบอกเลิกสัญญาเช่า หรือหากมิได้มีการรับประกันดังกล่าวแล้วจะต้องเปิดเผยความเสี่ยงให้ลงทุนทราบในหนังสือชี้ชวนด้วย ดังนั้นนักลงทุนควรจะต้องตรวจดูในหนังสือชี้ชวนในประเด็นนี้ด้วยว่ามีการรับประกันดังกล่าวหรือไม่ และใครเป็นผู้รับประกัน

ข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ ควรมีการกำหนดเป็นเงื่อนไขให้ชัดเจนว่าเงื่อนไขที่เกี่ยวกับการผิดสัญญาเช่าอันอาจเป็นเหตุให้ผู้ให้เข้าสามารถยกเลิกสัญญาเช่าได้มีประการใดบ้าง ไม่ควรเปิดช่องให้ผู้ให้เข้าแสดงเจตนาในการยกเลิกสัญญาเช่าได้โดยไม่มีเงื่อนไข เพราะกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นการระดมเงินจากประชาชนมาลงทุน หากไม่มีการกำหนดเงื่อนไขที่ชัดเจนแล้วย่อมก่อให้เกิดความเสียหายอย่างมาก

4.2 ปัญหาเรื่องของการถือหน่วยลงทุนตามเกณฑ์ 1 ใน 3

ประเด็นปัญหานี้เป็นการห้ามเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมหรือกลุ่มผู้ลงทุนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งถือหน่วยลงทุน หรือกลุ่มบุคคลเดียวกัน⁹ เกินกว่า 1 ใน 3 ของมูลค่ากองทุน ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่ใช้ปฏิบัติกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทุกประเภท แต่เดิมนั้นมีการถกเถียงกันในทางวิชาการกันอย่างกว้างขวางว่าสัดส่วนการถือครองหน่วยลงทุนดังกล่าวนั้นมากหรือน้อยเกินไป สำหรับการให้เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมมาเป็นผู้ถือหน่วยลงทุน เพราะอาจจะเป็นช่องทางหาผลประโยชน์ในทางภาษีดังที่กล่าวมาในประเด็นปัญหาที่กล่าวมาข้างต้น เดิมมีแนวคิดที่จะลดลงอีก แต่ก็มีข้อโต้แย้งว่าหากเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมยังเป็นผู้ถือหน่วยลงทุน 1 ใน 3 ของโครงการ ก็อาจจะทำให้เกิดการพัฒนา การดูแลโครงการนั้นเป็นอย่างดี และจะเกิดเป็นมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น

⁹ ส.น. 11/1550 ข้อ 14

ดีกว่าที่จะปล่อยให้ร้างไปเลย เพราะยอมทราบถึงโครงสร้างการบริหารจัดการที่ดีอยู่แล้ว ดังนั้นจึงยังคงสัดส่วนดังกล่าวเอาไว้ และที่สำคัญคือ ในการลงทุนหากผู้บริหารมีส่วนในกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์จะทำให้การบริหารมีความรู้สึกถึงความเป็นเจ้าของ ซึ่งทำให้การบริหารมีการคำนึงถึงผลได้ผลเสียต่อกองทุนมากขึ้น อย่างไรก็ตามควรระมัดระวังในส่วนของการเห็นแก่ประโยชน์ในหมู่คณะตนมากกว่าผลประโยชน์ของกองทุน ซึ่งอาจมีการนำเอาเงินของประชาชนไปใช้ในทางที่มีขอบ

อย่างไรก็ตามแนวทางดังกล่าวนั้น ในทางปฏิบัติกลับถูกนำไปใช้ในทางที่ผิดไม่ต้องตรงตามวัตถุประสงค์ที่แท้จริง กล่าวคือ เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมเข้ามาถือตามสัดส่วนที่เกณฑ์กำหนด แต่จะแต่งตั้งบุคคลอื่นเข้ามาเป็นนอมินีของตนเอง เพื่อให้เข้ามาถือหน่วยลงทุนในส่วนที่เกินจากสัดส่วนที่เกณฑ์กำหนด ทำให้มีช่องว่างในทางกฎหมายอยู่และยากต่อการควบคุมเป็นอย่างมาก อันเป็นช่องทางหนึ่งที่เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมจะทำการลงทุนในกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์เป็นช่องทางหนึ่งในการเลี่ยงภาษีดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น

ในขณะที่การลงทุนบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะกระทำได้อย่างไรก็ตามที่มีเท่านั้น เช่น บริษัทจัดการกองทุน ในฐานะที่มาขออนุญาตจากการประกอบธุรกิจจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ขณะที่ผู้จัดการกองทุนในฐานะคนจัดการกองทุนจะต้องมาขึ้นทะเบียน ดังนั้นการลงทุนก็จะครอบคลุมเพียงสองส่วนเท่านั้น ในขณะที่ตัวเจ้าของโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่อาศัยช่องทางหาผลประโยชน์จากการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่มีอำนาจที่จะเข้าไปจัดการได้ ต้องขึ้นกับกฎหมายหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้องแทน ดังนั้นจะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์ดังกล่าวยังคงเปิดช่องให้สามารถหลีกเลี่ยงและใช้เป็นช่องทางในทางภาษีได้และยากต่อการตรวจสอบ

ข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ ควรสร้างระบบตรวจสอบในการเข้าไปทำการตรวจสอบถึงตัวเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ด้วย เพื่อให้การบังคับใช้เกณฑ์ 1 ใน 3 สามารถใช้บังคับได้จริงในทางปฏิบัติ

ในอดีตเคยมีข้อเท็จจริงที่ ก.ล.ต. ได้ลงโทษภาคทัณฑ์นางสาวณัฐชยา เจริญธนภุต อดีตผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และนายวงษา พูลผล ประธานเจ้าหน้าที่บริหารบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ยูโอบี (ไทย) จำกัด เป็นระยะเวลา 2 ปี และเปรียบเทียบปรับบริษัทจัดการกองทุนเป็นเงิน 1,159,375 บาท หลังตรวจพบว่ามีกรช่วยเหลือให้เจ้าของเดิม

อสังหาริมทรัพย์ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยให้สิทธิเรียกร้องกับเฟิสต์ สตาร์ ใช้enomini ถือหน่วยลงทุนในการหลีกเลี่ยงเกณฑ์การถือหน่วยลงทุนไม่เกิน 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนที่ออกและเสนอขายแล้วทั้งหมด เพื่อที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี

4.3 ปัญหาเรื่องของการกู้ยืมเงินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นมีข้อจำกัดในเรื่องการห้ามกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ทำการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เม็ดเงินลงทุนที่เพิ่มเติมเข้าไปใหม่จำเป็นต้องผ่านมติของผู้ถือหน่วยลงทุนจำนวนมาก ทำให้การเข้าซื้ออสังหาริมทรัพย์เข้ามาเพิ่มเติมนั้นทำได้ยากลำบากมากขึ้น ซึ่งปัญหาดังกล่าวทำให้เป็นไปได้ที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่แล้วในปัจจุบันจะสามารถเข้าซื้อโครงการที่เกิดขึ้นใหม่ในตลาดได้ทันทีเนื่องจากไม่สามารถเพิ่มทุนได้อย่างรวดเร็ว

ข้อจำกัดนี้ถือเป็นข้อแตกต่างที่สำคัญของ REIT ในประเทศสหรัฐอเมริกา และ A-REITs ในประเทศออสเตรเลีย กับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย กล่าวคือ REIT และ A-REITs สามารถลงทุนในลักษณะของการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ โดยจะเรียกว่า Mortgage REIT โดยต้องลงทุนใน Mortgage เท่านั้น แต่หากลงทุนได้ทั้งอสังหาริมทรัพย์และ Mortgage จะเรียกว่า Hybrid REIT โดยเฉพาะอย่างยิ่ง A-REITs ของออสเตรเลียนั้น กฎหมายกำหนดให้ A-REITs สามารถกู้ยืมเงินหรือบริหารการเงินผ่านการออกตราสารหนี้ เพื่อเพิ่มการบริหารหนี้ (Leverage) ได้ด้วย ซึ่งประเด็นนี้เองที่ทำให้ทางเลือกในการลงทุน และบริหารความเสี่ยงของ A-REITs มีความหลากหลายและมีประสิทธิภาพมากกว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งยังติดข้อจำกัดที่ยังไม่สามารถปล่อยกู้หรือกู้เงินเองได้ ทำให้ทางออกในปัจจุบันของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย คือ ต้องดำเนินการเพิ่มทุนเท่านั้น สำหรับประเด็นเรื่องการเพิ่มทุนว่าต้องเสนอผู้ถือหน่วยลงทุนเดิมก่อนหรือไม่นั้นไม่มีหลักเกณฑ์ในเรื่องดังกล่าวกำหนดเอาไว้ ดังนั้นบริษัทจัดการสามารถใช้ดุลยพินิจในการกำหนดเงื่อนไขเองได้โดยการระบุไว้ในรายละเอียดโครงการของกองทุนรวม ซึ่งอาจกำหนดเงื่อนไขว่าเสนอขายผู้ถือหน่วยลงทุนเดิมก่อนก็ได้ (Right Offering) หรืออาจเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไปก็ได้ (Public Offering)¹⁰

อย่างไรก็ตามในปัจจุบันหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเริ่มสังเกตเห็นความสำคัญของปัญหาดังกล่าว จึงเริ่มมีการทบทวนนโยบายในเรื่องดังกล่าว และมีการเสนอให้มีการแก้ไขเรื่อง

¹⁰ (เทียบเคียงจาก กองทุนของ CPN ข้อ 19.3)

หลักเกณฑ์การกู้ยืมเงินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ แต่ก็ยังคงมีข้อจำกัดอยู่หลายประการ โดยตามร่างที่กำลังพิจารณานั้นจะแยกการกู้ยืมเงินเป็น 2 ลักษณะ คือ

(1) กรณีกู้ยืมเงินเพื่อปรับปรุงอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวมหรืออสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมมีสิทธิการเช่าให้อยู่ในสภาพดีและมีความพร้อมที่จะใช้หาผลประโยชน์

(2) กรณีกู้ยืมเงินเพื่อเป็น bridge finance คือ การกู้ยืมเงินชั่วคราวเพื่อนำไปซื้ออสังหาริมทรัพย์หรือได้มาซึ่งสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ก่อนที่จะมีการเพิ่มเงินทุนจดทะเบียนเพื่อนำมาชำระหนี้ต่อไป ทั้งนี้ บริษัทจัดการต้องชำระหนี้ดังกล่าวภายใน 1 ปี นับแต่วันที่กู้ยืมเงิน หนึ่งกองทุนรวมประเภทที่ไม่ระบุเฉพาะเจาะจงไม่สามารถกู้ยืมเงินในกรณีนี้ได้

โดยทั้งสองกรณีข้างต้นนั้น ยังคงมีเงื่อนไขในการต้องขอมติจากผู้ถือหน่วยลงทุนที่แตกต่างกันออกไป และในกรณีของ (1) นั้นจะกู้ยืมเงินได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ส่วนกรณี (2) นั้นจะกู้ยืมเงินได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ทั้งนี้สัดส่วนการกู้ยืมเงินทั้ง 2 กรณีนั้น เมื่อรวมกันแล้วต้องไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ซึ่งจะเห็นได้ว่ายังไม่เสรีอย่างแท้จริง

ข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือ ควรมีการเพิ่มกฎเกณฑ์ให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สามารถกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินได้ ซึ่งในปัจจุบันตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่ามีร่างประกาศในเรื่องดังกล่าวออกมาแล้วแต่ยังคงมีข้อจำกัดในเรื่องสัดส่วนของการกู้ยืมเงินอยู่ แต่ก็ถือว่าเป็นแนวทางที่เปิดช่องให้มีการดำเนินการตามแนวทางของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศแล้ว และยังเป็นเรื่องที่ต้องติดตามต่อไปว่าร่างประกาศดังกล่าว จะเป็นที่ยอมรับและสามารถดำเนินการแก้ไขในปัญหาดังกล่าวได้หรือไม่ เพื่อให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้น

4.4 ปัญหาเรื่องของการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

การจ่ายเงินปันผลของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ คือ การที่กำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิประจำปี กล่าวโดยสรุปก็คือ หากกองทุนมีกำไรสุทธิ 100 บาท ต้องปันผลไม่น้อยกว่า 90 บาท มีเงินกำไรเหลืออยู่ในกองทุนเพียง 10% โดยเงินปันผลในอนาคตจะขึ้นอยู่กับอัตราค่าเช่า และอัตราค่าเช่า ซึ่งทั้งสองปัจจัยนี้จะขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ดังนั้นอัตราเงินปันผลจึงมีโอกาสเพิ่มขึ้นหรือลดลง

ผู้ถือหน่วยลงทุนในส่วนที่ต้องการเงินปันผลมากๆ ก็อาจจะเห็นด้วยกับหลักการนี้ แต่ผู้ถือหน่วยลงทุนที่ต้องการเห็นการเติบโตของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็อาจจะไม่เห็นด้วย เพราะในกรณีที่เห็นโอกาสในการเติบโตของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ก็จะไม่มีความสามารถในการซื้อทรัพย์สินใหม่เพื่อขยายกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ประกอบกับเกณฑ์ปัจจุบันกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็ยังไม่สามารถกู้ยืมเงินได้ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็ต้องเพิ่มทุนแทน หรือหากไม่เพิ่มทุนก็ต้องขายทรัพย์สินเก่าออกไปในราคาที่ได้กำไรมากๆ เพื่อให้ขนาดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะได้ขยายเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นจะขายได้กำไรมากๆ หรือไม่ก็อยู่ที่ "ราคาซื้อ" ตามที่กล่าวข้างต้น ดังนั้นนักลงทุนที่เหมาะสมที่จะลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามเกณฑ์ปัจจุบันต้องเข้าใจในประเด็นนี้เป็นอย่างมาก

จากเกณฑ์ดังกล่าวนี้เอง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบัน จึงไม่ใช่ "ผู้เล่น" ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ กล่าวคือ เป็นเพียงเครื่องมือของเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ที่จะ "แปลงสินทรัพย์ให้เป็นทุน" และก็เป็นเครื่องมือของนักลงทุนที่คาดหวัง "ผลตอบแทนจากการลงทุนที่เป็นเงินปันผล" ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดที่ว่าต้องปันผลไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของกำไรสุทธิเป็นเกณฑ์ กองทุนจึงไม่มีเงินพอที่จะสร้างอัตรการเติบโตของกองทุนได้ ไม่สามารถจะฉวยโอกาส เมื่อพบอสังหาริมทรัพย์ที่มีมูลค่ามากแต่ซื้อขายที่ราคาถูก กล่าวคือ ไม่อาจแสวงหากำไรจากการเพิ่มขึ้นของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ อันจะทำให้กองทุนเป็นผู้เล่นที่มีอิทธิพลต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มิใช่เป็นเพียงเครื่องมือในปัจจุบัน และเนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีส่วนดีก็คือได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ซึ่งทำให้ได้เปรียบต่อบริษัทในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและบทบาทกฎหมายที่เกี่ยวข้องที่มีผลต่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น จึงค่อนข้างระมัดระวังการถือหน่วยในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทนี้ โดยกลัวว่าผู้เล่นในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะเข้ามาใช้ช่องทางนี้ในการแสวงหาประโยชน์ดังกล่าว ดังนั้นหากมีการผสมผสาน ประโยชน์ของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่ายได้ดีแล้ว และมีหลักเกณฑ์ที่จะเอื้ออำนวยให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กลายเป็น "ผู้เล่นคนสำคัญ" ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แล้ว กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็จะกลายเป็นช่องทางลงทุนที่น่าสนใจยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะที่ควรเป็น คือควรที่จะมีการปรับลดอัตราเงินปันผลลงมา เพื่อไม่ให้เป็นที่จูงใจแก่นักลงทุนมากเกินไป ประกอบกับการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงดังกล่าวนั้น ยังส่งผลทำให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นไม่มีเงินทุนหมุนเวียนที่เพียงพอเพื่อที่จะนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อื่นๆ เพิ่มเติม เนื่องจากต้องนำมาจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งหมดนั่นเอง อีกทั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยนั้นไม่ได้มีการพัฒนาในทาง

ประวัติศาสตร์เหมือนในต่างประเทศ แต่เป็นการระดมทุนขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจเท่านั้น ดังนั้นการที่จะนำอัตราการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวมาใช้ย่อมทำให้การเติบโตของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นไปได้ดีมาก ซึ่งแนวโน้มที่ผ่านมาแม้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะติดข้อจำกัดหลายประการในเรื่องดังกล่าว แต่ก็มีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้นมาโดยตลอดทั้งในปัจจุบันและในอนาคต ทำให้กลุ่มนักลงทุนมองเรื่องผลตอบแทนว่าเป็นการให้ผลตอบแทนที่สูงมากสำหรับนักลงทุน ดังนั้นจึงพยายามที่จะหาช่องทางในการเลี่ยงกฎหมายเพื่อให้เข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้ตนเองได้รับสิทธิประโยชน์ในเรื่องของเงินปันผลดังกล่าวข้างต้น