

บทที่ 2

หลักการและแนวคิดของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

โดยที่ลักษณะการระดมทุนที่เป็นที่รู้จักกันในชื่อเรียกว่า “กองทุนรวม” นั้นมีรูปแบบและโครงสร้างทางกฎหมายที่หลากหลาย และมีการใช้ถ้อยคำอื่นๆ ที่เรียกการดำเนินการในลักษณะนี้ที่แตกต่างกันออกไปในแต่ละประเทศ โดยมีขอบเขตความหมายที่แตกต่างกันด้วย เช่น International Organization of Securities Commissions (IOSCO) เรียกว่า โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม (collective investment scheme) กฎหมายของประเทศออสเตรเลีย เรียกว่า โครงการจัดการลงทุน (managed investment scheme) กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา เรียกว่า บริษัทเพื่อการลงทุน (investment company) (โดย mutual fund เป็น investment company ประเภทหนึ่ง) และกฎหมายของประเทศไทย เรียกว่า กองทุนรวม (mutual fund) โดยที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) ของประเทศไทยก็ถือเป็นกองทุนรวมประเภทหนึ่งด้วยเช่นเดียวกัน เนื่องจากถ้อยคำที่ใช้เรียกการดำเนินการลักษณะนี้มีหลากหลาย ดังนั้นหากกล่าวถึงการดำเนินการลักษณะนี้โดยทั่วไป จะใช้คำว่า “กองทุนรวม” หรือคำว่า “กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์” แล้วแต่กรณี และหากกล่าวถึงเฉพาะประเทศหรือหน่วยงานใด ก็จะใช้ถ้อยคำตามที่ประเทศหรือหน่วยงานนั้นๆ ใช้

การศึกษาในบทนี้เป็นการศึกษาภาพรวมโดยทั่วไป เกี่ยวกับหลักการและแนวคิดของการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศว่ามีแนวความคิด หลักการและรูปแบบอย่างไร รวมถึงประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย โดยผู้เขียนจะทำการศึกษาตัวอย่างแนวคิดจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศออสเตรเลีย เพื่อพิจารณาแนวความคิดและหลักเกณฑ์ต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเกณฑ์ในการกำกับดูแลอันมีการพัฒนามาในแต่ละประเทศ ซึ่งจะนำไปสู่การเปรียบเทียบกับแนวความคิดและหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลของประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงความเหมาะสมในการนำมาปรับปรุงและพัฒนากฎหมายไทยต่อไป

1. ภาพรวมของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

ในต่างประเทศนั้นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีชื่อเรียกที่แตกต่างกัน เช่น REIT : Real Estate Investment Trust ในสหรัฐอเมริกา A-REITs : Australia Real Estate Investment

Trust ในออสเตรเลีย Dutch FBI : fiscale Beleggingsinstelling ในเนเธอร์แลนด์ S-REIT : Singapore Real Estate Investment Trust ในสิงคโปร์ J : REIT ในประเทศญี่ปุ่น French REITs ในประเทศฝรั่งเศส และ Canadian REITs ในประเทศแคนาดา เป็นต้น

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในภาพรวมนั้นจะช่วยให้ผู้มีเงินออมน้อยสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เทียบเท่าผู้ลงทุนที่มีเงินมากได้ กล่าวคือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์โดยมากจะดำเนินการภายใต้กฎหมายจัดตั้งและข้อกำหนดทางภาษีอากรเป็นการเฉพาะ เพื่อไม่ต้องเสียภาษีซ้ำซ้อน โดยผู้ลงทุนหรือประชาชนทั่วไปสามารถลงทุนในหน่วยลงทุนหรือหุ้นของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และซื้อขายเปลี่ยนมือได้ในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อเปรียบเทียบระหว่างการที่ผู้สนใจลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรงกับการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จะเห็นได้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ช่วยให้ผู้ลงทุนที่มีเงินไม่มากนักมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่และมีคุณภาพดี ซึ่งเดิมจะจำกัดอยู่เฉพาะการลงทุนของผู้ลงทุนประเภทสถาบันขนาดใหญ่เท่านั้น นอกจากนี้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ยังได้รับการบริหารจัดการโดยผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญ และได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีธุรกิจเฉพาะจากการขายอสังหาริมทรัพย์อีกด้วย

บริษัทมหาชนขนาดใหญ่ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกซึ่งดำเนินธุรกิจในรูปแบบกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มีจำนวนประมาณ 307 บริษัท มีมูลค่ากิจการในราคาตลาด ณ สิ้นปี 2003 รวมกันทั้งสิ้น 392 พันล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งร้อยละ 49 ของมูลค่าเป็นของบริษัทในสหรัฐอเมริกา บริษัทในประเทศอังกฤษ และบริษัทในประเทศออสเตรเลีย มีสัดส่วนร้อยละ 10 ต่อประเทศ ฮองกงและญี่ปุ่นมีสัดส่วนร้อยละ 9 ต่อประเทศ

อัตราผลตอบแทนของเงินปันผลต่อการลงทุน (dividend yield) ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศต่างๆ โดยเฉลี่ยของปี 2003 อยู่ระหว่างร้อยละ 2.4 ในฮ่องกง และสูงที่สุดร้อยละ 7.1 ในออสเตรเลีย โดยมีค่าเฉลี่ยของโลกอยู่ที่ร้อยละ 4.7 ซึ่งในปี 2003 นี้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารของประเทศต่างๆ อยู่ในระดับต่ำเพียงร้อยละ 1-2 เท่านั้น

เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์กับผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกจนถึงเดือนพฤษภาคม 2004 พบว่าการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในหุ้น ทั้งการลงทุนระยะสั้น คือ 1 ปี และการลงทุนระยะปานกลาง คือ 3-5 ปี ส่วนการลงทุนระยะยาว 10 ปี การลงทุนในหุ้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ สิ่งสำคัญ คือ การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในระยะ 10 ปีที่ผ่านมาให้ผลตอบแทนเป็นบวกเสมอในทุก

ระยะเวลาการลงทุน ส่วนการลงทุนในหุ้นตามสัดส่วนของดัชนี S&P 500 และ Nasdaq ให้ผลตอบแทนที่เป็นลบในช่วง 3 ปี และ 5 ปีที่ผ่านมา¹

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ถือเป็นธุรกิจจัดการการลงทุนประเภทหนึ่งหรือที่เรียกกันว่า กองทุนรวม มีความหมายโดยสาระสำคัญหมายถึง การให้บริการแก่บุคคลอื่นในการจัดการลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ หรือทรัพย์สินอื่นโดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทน ซึ่งเป็นธุรกิจเกี่ยวกับการรับบริหารเงินของผู้ลงทุนจำนวนมากในการนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามที่ได้ตกลงไว้กับผู้ลงทุน ซึ่งการที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องเข้าแทรกแซงกำกับดูแลการประกอบธุรกิจจัดการลงทุนมีแนวความคิดมาจากการที่ลักษณะของธุรกิจจัดการลงทุนเป็นการจัดการดูแลทรัพย์สินของประชาชนผู้ลงทุน โดยการระดมเงินทุนให้บุคคลผู้รับจ้างบริหารเงินของคนอื่นนำไปจัดการลงทุน ซึ่งผลประโยชน์ที่ได้จากการลงทุนมิได้เกิดจากการดำเนินธุรกิจประกอบกิจการเอง แต่เป็นผลประโยชน์ที่เกิดจากความสามารถจัดการลงทุน มีระบบการจัดการที่ดี ประกอบกับความซื่อสัตย์สุจริตของผู้ประกอบการ (integrity of operator) เปรียบเทียบได้กับการที่ธนาคารพาณิชย์รับฝากเงินเพื่อนำไปลงทุนโดยการปล่อยกู้ยืมเอง ความแตกต่างก็จะมีแค่เพียงว่าธนาคารนั้นจ่ายผลประโยชน์ตอบแทนที่แน่นอน ไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของการธนาคาร แตกต่างจากกองทุนรวมที่ผลประโยชน์ที่จะได้รับตามสัดส่วนของเงินที่มาลงทุนร่วมกันนั้นจะสะท้อนจากผลประโยชน์ในการจัดการลงทุน และการส่งเสริมให้ภาคธุรกิจจัดการลงทุนมีความแข็งแกร่งในฐานะเป็นสื่อกลางในการลงทุน (investment vehicle) จะเป็นช่องทางสำคัญในการระดมเงินออมของประชาชนเข้ามาในตลาดทุน ซึ่งจะช่วยขยายขนาดของตลาดทุนและทำให้ตลาดทุนพัฒนา มีเสถียรภาพมากขึ้นด้วย จึงจำเป็นที่หน่วยงานที่เกี่ยวข้องต้องกำกับดูแลเพื่อคุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนผู้ลงทุนและเพื่อพัฒนาตลาดทุน

ในการให้บริการจัดการลงทุน เงินกองทุนที่นำมาลงทุนอาจได้มาจากการระดมทุนหลายวิธี โดยทั่วไปจะเป็นการระดมทุนโดยการจัดตั้งโครงการเพื่อเสนอขายส่วนได้เสียในการลงทุนที่เป็นที่รู้จักกันในชื่อเรียกว่า “กองทุนรวม” ซึ่งเป็นที่นิยมของผู้ลงทุนเป็นอย่างมาก เพราะแม้ว่าทางเลือกในการลงทุนในตลาดทุนจะมีหลากหลาย แต่จากการที่ผู้ลงทุนส่วนมากขาดทักษะความสามารถในการลงทุนและไม่สามารถกระจายการลงทุน (diversified portfolio) ของตนได้

¹ สรุปใจความสำคัญจาก รุจพงศ์ ประภาสะโนบล , ความมั่งคั่งที่ยั่งยืนด้วยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์, พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพมหานคร : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, พฤษภาคม 2548), น. 50-56

การลงทุนในกองทุนรวมจึงเป็นช่องทางให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยการรวมเงินขึ้นเป็นกองทุนและจ้างผู้ประกอบการที่มีความเชี่ยวชาญมาจัดการลงทุนให้ ดังนั้นทางการจึงต้องเข้ามากำกับดูแลผู้ที่ประกอบธุรกิจดังกล่าวนี้ ไม่ว่าจะกองทุนที่เกิดจากการรวบรวมเงินของผู้ลงทุนนั้นจะจัดตั้งขึ้นเป็นรูปแบบหรือโครงสร้างทางกฎหมายอย่างไรก็ตาม

ตามแนวความคิดการกำกับดูแลกองทุนรวม (รวมถึงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย) ในรูปแบบที่เป็นสากลนั้น จะแยกเป็น 2 ส่วน คือ²

1. หลักเกณฑ์การกำกับดูแลการจัดการลงทุน (manage fund) เป็นเรื่องเกี่ยวกับการกำหนดให้ต้องได้รับใบอนุญาต (licensing) โดยพิจารณาจากความสามารถในการดำเนินธุรกิจได้โดยมีประสิทธิภาพ การมีฐานะทางการเงินที่ดี ประวัติความซื่อสัตย์สุจริต คุณสมบัติของผู้บริหารกิจการ เป็นต้น และมีการกำกับและควบคุมภายหลังการให้ใบอนุญาตในด้านการเงินบัญชี การบริหารงานและการดำเนินการทางธุรกิจให้มีการลงทุนตามนโยบายการลงทุน กลไกป้องกันการทุจริต การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ การกระจายความเสี่ยงในการลงทุน การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ เป็นต้น

2. หลักเกณฑ์การกำกับดูแลการระดมทุน (raise fund) เป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลหลักทรัพย์ (disclosure) การขออนุญาตจดทะเบียนหลักทรัพย์ (registration) และการควบคุมตัวกลาง (intermediaries) ในการเสนอขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

การระดมทุนด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนนั้น มีหลักสำคัญว่าผู้เสนอขายจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นแก่ผู้ลงทุนในอันที่จะทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์นั้นเป็นธรรม และเพื่อป้องกันการเอาเปรียบหรือการรับรู้ข่าวสารและความเข้าใจที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างประชาชนกับผู้ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ซึ่งแนวทางการเปิดเผยข้อมูลในการระดมทุนเพื่อจัดตั้งกองทุนรวมนี้ องค์การระหว่างประเทศของหน่วยงานที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน (International Organization of Securities Commissions (IOSCO)) ได้วางแนวทางว่าจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วน เพียงพอ ถูกต้องและเป็นปัจจุบันในช่วงเวลาที่เสนอขาย ไม่มีลักษณะที่ทำให้เกิดความเข้าใจผิดหรือเป็นการบิดเบือนข้อเท็จจริง โดยต้องเป็นข้อมูลที่เพียงพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนอย่างผู้ที่มีข้อมูลแล้วได้ และองค์การกำกับดูแลจะต้องตรวจดูเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายอันได้แก่ หนังสือชี้ชวน เอกสารในการทำตลาด โฆษณา ว่าต้องไม่มี

² IOSCO, Technical Committee, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes, public documents, 1997, p.16

การอ้างถึงการเสนอให้ผลประโยชน์ หรือคำมั่นสัญญาที่ไม่สามารถทำได้ต่อผู้ลงทุน นอกจากนี้ องค์การกำกับดูแลจะต้องตรวจสอบการเปิดเผยข้อมูลต่อเนื่องของกองทุนรวมด้วย

สำหรับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการจัดการลงทุนและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่สำคัญ มีดังนี้³

(1) ผู้ลงทุน (investor) เป็นผู้ที่ให้ความไว้วางใจมอบเงินของตนลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มีหน้าที่ต้องดูแลตัวเองในการทำความเข้าใจ ในเรื่องเป้าหมายทางการเงินของตน และสิ่งที่กำลังจะเข้าไปลงทุน โดยการศึกษาข้อมูลต่างๆ ที่ทางการกำหนดให้ผู้ระดมทุนต้องเปิดเผยไว้ในหนังสือชี้ชวน และข้อมูลการลงทุนโดยทั่วไป เพื่อรักษาสิทธิในฐานะเจ้าของเงิน เช่น การใช้สิทธิของผู้ถือหุ้นรายลงทุนในการลงมติเห็นชอบหรือไม่เห็นชอบในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับการรับผลประโยชน์ในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนไว้ การให้มติในเรื่องการแก้ไขรายละเอียดโครงการเปลี่ยนไปจากเดิมที่เริ่มลงทุน เป็นต้น

(2) กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม มักจะเป็นนิติบุคคล (legal entity) หรือเป็นกองทรัสต์ แยกต่างหากจากผู้จัดการกองทุน

(3) ผู้ประกอบการ (operator) หรือผู้จัดการลงทุน (investment manager) เป็นผู้รับผิดชอบในงานของกองทุน และดำเนินการลงทุนให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ระบุไว้อย่างเคร่งครัด และปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและและกฎระเบียบต่างๆ โดยที่รูปแบบทางธุรกิจ (business model) ของบริษัทจัดการลงทุนมีความหลากหลาย โดยบริษัทจัดการลงทุนอาจเป็นบริษัทอิสระ หรือเป็นบริษัทที่มีความเชื่อมโยงกับกลุ่มบริษัทประกันภัย หรือธนาคาร ซึ่งโดยส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทย่อยของกลุ่มธุรกิจทางการเงิน โดยบริษัทแม่ของบริษัทจัดการลงทุนมักจะเป็นผู้จัดจำหน่าย โดยใช้ระบบการตลาดของตนเอง เช่น เครือข่ายสาขาของธนาคาร หรือตัวแทนประกันภัย เพื่อใช้ในการซื้อขายส่วนได้เสียของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

(4) ผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian or depository) ทรัสต์ (trustee) หรือผู้ดูแลผลประโยชน์ มีหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และตรวจสอบดูแลการ

³ วัชรพล สุนทรหะสานติก, “การกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน”, วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิตคณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548), น. 11-

บริหารของกองทุนของผู้ประกอบการหรือผู้จัดการลงทุนด้วย (กรณีที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นบริษัท หน้าที่ในการตรวจสอบดูแลนี้จะเป็นของคณะกรรมการบริษัท)

(5) หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแล (regulator) มีหน้าที่ดูแลให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปตามกฎหมายและเป็นธรรม โดยกำกับดูแลทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

นอกจากบุคคลที่กล่าวมาข้างต้น บุคคลอื่นๆ ก็อาจเข้ามาเกี่ยวข้องกับกระบวนการได้ โดยผู้ประกอบการอาจมอบหมายหน้าที่ในการให้คำปรึกษาการลงทุนแก่ที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) ซึ่งอาจเป็นผู้เชี่ยวชาญเฉพาะการลงทุนบางประเภท เช่น สมาคมวิชาชีพที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น

จากการที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องซับซ้อน และมีความไม่เท่าเทียมกันในด้านทางการตลาดและการรับทราบข้อมูลข่าวสาร จึงมีความเสี่ยงในการที่บุคคลที่เกี่ยวข้องในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อาจจะทำผิดความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องได้ เช่น การแสดงเท็จเกี่ยวกับทรัพย์สินที่ครอบครอง อันอาจทำให้การซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เกิดความเสียหายได้ ดังนั้นการกำกับดูแลของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจึงมีเป้าหมายสำคัญที่จะต้องสร้างความมั่นใจแก่ผู้ลงทุนว่าผู้ประกอบการธุรกิจดังกล่าวมีระบบการจัดการที่ดี ซึ่งหมายถึง การมีระบบควบคุมการลงทุนให้เป็นไปตามนโยบายการลงทุน มีขั้นตอนการตัดสินใจการลงทุนที่ชัดเจน มีบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถ เพื่อให้การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นประสบความสำเร็จและสามารถสร้างรายได้ให้แก่ผู้ลงทุนที่เข้ามาซื้อหน่วยลงทุนได้เป็นอย่างดี

2. รูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

เนื่องจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีรูปแบบของการจัดตั้งที่แตกต่างกัน ดังนั้นทำให้สถานภาพทางกฎหมายของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แตกต่างกัน และโดยหลักการใหญ่ๆ สามารถแบ่งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกได้เป็น 3 รูปแบบ คือ⁴

1. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท (Corporate Type)
2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบสัญญา (Contractual Type)

แบ่งออกเป็น 2 รูปแบบ คือ รูปแบบทรัสต์และสัญญาทั่วไป

⁴ เฟิงอ๋าง, น. 23

3. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ

การที่แบ่งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ออกเป็น 3 รูปแบบนี้โดยอาศัยลักษณะการมองของกฎหมายว่ามีสถานะภาพทางกฎหมายเป็นอย่างไร เป็นนิติบุคคลที่กฎหมายสมมติขึ้นต่างหากหรือไม่ หากมีสถานะภาพแยะต่างจากจากคู่สัญญาที่ก่อตั้ง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นก็จัดอยู่ในรูปแบบของบริษัท แต่ถ้าหากมองกองทุนรวมไม่มีสถานะภาพแยกต่างจากจากคู่สัญญาที่ก่อตั้ง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นก็จัดอยู่ในรูปแบบของสัญญา ดังมีรายละเอียดในแต่ละรูปแบบดังนี้

2.1 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท (Corporate Type)

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท เป็นกองทุนที่ระดมทุนโดยการออกหน่วยลงทุนของตนเองจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน และจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อยู่ในรูปของบริษัท ตัวอย่างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทนี้ได้แก่ บริษัทเพื่อการลงทุน (Investment Company) ประเภทที่เป็น Face-amount Certificate Company และ Management Company ของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น (จะได้กล่าวในรายละเอียดต่อไป) ซึ่งผู้ถือหุ้น (หน่วยลงทุน) ของบริษัทเพื่อการลงทุนจะเลือกตัวแทนขึ้นเป็นกรรมการบริหารกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (บริษัท) และคณะกรรมการจะจ้างที่ปรึกษาการลงทุนมาเป็นผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

รูปแบบทางกฎหมายของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะนี้ สิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบ รูปแบบการดำเนินการจึงเป็นเช่นเดียวกับนิติบุคคลประเภทบริษัททั่วไป กล่าวคือ ผู้ถือหุ้น (หน่วยลงทุน) มีสิทธิในฐานะผู้ถือหุ้น (หน่วยลงทุน) ซึ่งจะมีสิทธิได้รับเงินปันผลจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (บริษัท) มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น (หน่วยลงทุน) เพื่อตัดสินใจต่อการดำเนินการของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (บริษัท) เช่น การคัดเลือกบริษัทที่ปรึกษาการลงทุน การปรับปรุงเปลี่ยนแปลงนโยบายการลงทุน เป็นต้น รวมทั้งมีคณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) ซึ่งประกอบด้วยกรรมการผู้มีอำนาจและรับผิดชอบผูกพันการกระทำใดๆ ของบริษัท

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบบริษัท โดยทั่วไปจะมีคู่มือที่เกี่ยวข้อง 5 ฝ่าย⁵ คือ

⁵ Brouwer, Kurt, Mutual Funds, How to invest with the Pros, (New York : John Wiley & Sons, Inc., 1988), pp. 22-23

- (1) ผู้รักษาทรัพย์สิน (Custodian) ที่จะถือเงินสดและหลักทรัพย์
- (2) ตัวแทนในการโอน (Transfer Agent) และนายทะเบียน (Registrar) อาจจะเป็นสถาบันเดียวกับผู้รักษาทรัพย์สินก็ได้ มีหน้าที่จัดการบันทึกการขายลงในบัญชีของผู้ถือหุ้น
- (3) ที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Advisor) คือ ผู้จัดการกองทุนที่ทำหน้าที่ตัดสินใจในการซื้อขาย ความรับผิดชอบเบื้องต้น คือ วิเคราะห์ตลาด เศรษฐกิจ อุตสาหกรรมและหลักทรัพย์บางประเภท เมื่อวิเคราะห์แล้วก็จัดการลงทุน สั่งซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งมีหน้าที่บริหารอื่นๆ เช่น ออกใบหุ้น รับเรื่องการไถ่ถอนคืนและเงินปันผล เป็นต้น
- (4) บริษัทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ คือ นิติบุคคลที่จดทะเบียนจัดตั้งขึ้น และมีสถานภาพแยกต่างหากจากผู้ลงทุน มีสิทธิหน้าที่ตามกฎหมาย การบริหารงานของบริษัทกระทำโดยผ่านคณะกรรมการบริหารซึ่งเลือกตั้งจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงทุน ไม่ว่าจะเป็นการทำสัญญากับผู้รักษาทรัพย์สินหรือที่ปรึกษาการลงทุน รวมทั้งการบริหารอื่นๆ
- (5) ผู้ลงทุน คือ บุคคลที่จะเข้ามาซื้อหน่วยลงทุนของบริษัทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยหวังได้รับเงินปันผล หรือกำไรจากการขายหน่วยลงทุนของบริษัทกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

การจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะเริ่มโดยกลุ่มผู้จัดการ หรือที่ปรึกษาการลงทุนก่อตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปบริษัท โดยดำเนินการจดทะเบียนจัดตั้งบริษัทตามกฎหมาย และจดทะเบียนต่อองค์กรที่ควบคุม เช่น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น แล้วนำหน่วยลงทุนของบริษัทออกจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน หลังจากนั้นผู้เริ่มก่อการก็จะเลือกคณะกรรมการบริหารกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้น ซึ่งคณะกรรมการบริหารเหล่านี้จะทำหน้าที่บริหารงานของบริษัท รวมทั้งทำสัญญาว่าจ้างที่ปรึกษาการลงทุน หรือบริษัทจัดการ ผู้รักษาทรัพย์สิน เป็นต้น โดยสัญญาเหล่านี้ต้องผ่านการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงทุนเพื่อเป็นการคุ้มครองผู้ถือหุ้นลงทุนทางหนึ่ง ด้านการลงทุนจะเป็นไปตามนโยบายของบริษัทที่ออกมาจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงทุน และตามที่กฎหมายกำหนดเรื่องการกระจายความเสี่ยงอีกทั้งปฏิบัติตามระเบียบขององค์กรที่ทำหน้าที่ควบคุมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

2.2 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบสัญญา (Contractual Type)

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบสัญญาแบ่งออกเป็น 2 รูปแบบ ดังนี้

- (1) รูปแบบทรัสต์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์รูปแบบนี้จะบังคับกันโดยมีกฎหมายทรัสต์หรือกฎหมายพิเศษมารองรับ โดยทรัสต์นั้นเป็นนิติสัมพันธ์ทางทรัพย์สินที่เกิดจาก

การที่บุคคลหนึ่งเรียกว่า ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settler) ได้โอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินตามที่กำหนดไปให้บุคคลที่เรียกว่าทรัสต์ (Trustee) เพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นที่เรียกว่าผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) หรือตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ โดยทรัสต์จะต้องจัดการทรัพย์สินที่ได้รับมอบหมายนั้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวัง และผู้รับประโยชน์มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายในกรณีที่ทรัสต์ไม่ปฏิบัติตามที่ได้รับมอบหมาย และยังมีสิทธิติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอกที่ได้ทรัพย์สินของกองทรัสต์ไปโดยไม่สุจริตและไม่เสียค่าตอบแทน

ทรัสต์เป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถือกรรมสิทธิ์โดยทรัสต์ ดังนั้นทรัสต์จึงมีอำนาจในการดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์ในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินเท่านั้น แต่เพื่อประโยชน์ของผู้รับผลประโยชน์ไม่ใช่เพื่อประโยชน์ของทรัสต์เอง ซึ่งกระบวนการในการจัดตั้งทรัสต์เป็นไปได้โดยง่าย เพราะทรัสต์เกิดขึ้นได้โดยผลของการทำสัญญาหรือผลของการแสดงเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัสต์ ในการที่จะมอบกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของตนให้ตกเป็นกรรมสิทธิ์ของ ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์ดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของผู้รับผลประโยชน์ โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์อาจเป็นบุคคลแยกต่างหากจากทรัสต์หรือจะเป็นทรัสต์นั่นเองก็ได้ ในกรณีที่เป็นการตั้งทรัสต์โดยมีผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นบุคคลแยกต่างหากจากทรัสต์ การตั้งทรัสต์จะอยู่ในรูปของสัญญาของผู้ก่อตั้งทรัสต์ และทรัสต์ที่เกิดขึ้นในลักษณะนี้เรียกว่า Grantor Trust ส่วนการตั้งทรัสต์ที่ผู้ก่อตั้ง ทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกับทรัสต์ จะทำในรูปของการหนังสือแสดงเจตนาในการก่อตั้งทรัสต์ยื่นต่อหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และแยกทรัพย์สินที่จะให้เป็นทรัพย์สินในกองทรัสต์ออกต่างหากจากทรัพย์สินอื่นที่เป็นของส่วนตัว ซึ่งทรัสต์ที่เกิดขึ้นในลักษณะนี้เรียกว่า Declaration Trust⁶

การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์มีทั้งในประเทศที่ใช้ระบบกฎหมาย Common Law และ Civil Law เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมัน ญี่ปุ่น โดยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์รูปแบบทรัสต์นี้มีกฎหมายทรัสต์หรือกฎหมายพิเศษมารับรองความเกี่ยวพันในสิทธิ หน้าที่และความรับผิดชอบโดยเฉพาะ ทรัสต์จะมีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์แทนผู้ถือหน่วยลงทุนโดยกำกับดูแลบริหารจัดการให้อยู่ภายใต้ตราสารแห่งทรัสต์ (trust deed) และผู้ถือหน่วยลงทุนยังคงมีอำนาจแทรกแซงและมีส่วนในการดำเนินการของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ผ่านทรัสต์อีกทอดหนึ่ง

⁶ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ “เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง การใช้ทรัสต์กับธุรกรรมในตลาดทุนและการให้ความเห็นชอบทรัสต์” น. 5

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์ โดยทั่วไปจะมีคู่กรณีที่เกี่ยวข้อง 3 ฝ่าย⁷ คือ

(1.1) บริษัทจัดการ ซึ่งทางปฏิบัติจะมีสถานะทางกฎหมายแยกต่างหากจากตัวกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งขึ้นมา

(1.2) ทรัสต์ โดยปกติจะเป็นธนาคาร หรือบริษัทประกันภัยที่มีชื่อเสียง

(1.3) ผู้ถือหน่วยลงทุน จะเป็นผู้รับผลประโยชน์จากตราสารแห่งทรัสต์ (Trust Deed)

โดยการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบทรัสต์จะเป็นไปสองรูปแบบ คือ

แบบ Fixed Trust เริ่มจากผู้ก่อตั้งซึ่งจะเป็นบริษัทนายหน้าหรือบริษัทประกันภัยระดับใหญ่ ลงทุนซื้อหลักทรัพย์เข้ามาจำนวนหนึ่งเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน (Portfolio) และนำไปฝากไว้กับทรัสต์ ทรัสต์จะออกใบตราสารให้แก่ผู้ก่อตั้ง แล้วผู้ก่อตั้งจะนำใบตราสารเหล่านี้ไปจดทะเบียนต่อองค์กรที่ควบคุมก่อนออกจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน เมื่อผู้ก่อตั้งได้จำหน่ายตราสารหมดแล้ว ก็จะสิ้นภาระหน้าที่ของตนทันที ส่วนการบริหารกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะตกเป็นหน้าที่ของทรัสต์ต่อไป กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบนี้ยังมีในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่ในประเทศอังกฤษจะไม่อนุญาตให้ก่อตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบนี้

แบบ Flexible Trust เริ่มจากบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนก่อตั้งโครงการร่วมกับทรัสต์ และจะจดทะเบียนต่อองค์กรที่ควบคุมก่อนจะนำหน่วยลงทุนออกจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน เมื่อได้รับเงินสดจากการซื้อหน่วยลงทุนก็จะนำมาฝากไว้ที่ทรัสต์ ส่วนการบริหารการลงทุนจะเป็นหน้าที่ของบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนภายใต้การควบคุมดูแลของทรัสต์

(2) รูปแบบสัญญาทั่วไป การจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แบบนี้จะไม่มีกฎหมายเฉพาะมารองรับสิทธิหน้าที่ของคู่สัญญา แต่ใช้หลักกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ในเรื่องที่เกี่ยวข้องมาปรับใช้ เช่น นิติกรรมสัญญา และตัวแทน เป็นต้น ลักษณะการดำเนินการจะมีบุคคล 3 ฝ่าย คือ บริษัทจัดการ ผู้รับฝากทรัพย์สิน และผู้ถือหน่วยลงทุน โดยจะกำหนดให้ผู้รับฝากทรัพย์สินตรวจสอบการทำงานของบริษัทจัดการแทนผู้ถือหน่วยลงทุน แต่ลักษณะสำคัญ คือเรื่องสิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหน่วยลงทุนในการเข้าแทรกแซงผ่านผู้รับฝากหลักทรัพย์จะเป็นไปในลักษณะใกล้เคียงกับสัญญาตัวแทน เสมือนว่า ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปแบบนี้ไม่มีสิทธิใดๆ ในการควบคุม

⁷ Merriman, Charles O., Mutual Funds and Unit Trust, p. 12

บริษัทจัดการเท่าที่ควร ไม่ว่าจะโดยตรงหรือโดยผ่านผู้รับฝากทรัพย์สินก็ตาม ตัวอย่างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนี้ เช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทยที่จัดตั้งในช่วงก่อนที่จะมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นต้น

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบสัญญา โดยทั่วไปจะมีคู่มือที่เกี่ยวข้อง 3 ฝ่าย⁸ คือ

(2.1) บริษัทจัดการ คือ บริษัทที่ดำเนินงานบริหารงานกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยเป็นผู้จัดตั้งโครงการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้น แล้วแบ่งเป็นหน่วยลงทุนขายให้ประชาชนทั่วไป เมื่อระดมเงินได้ตามวงเงินของโครงการ บริษัทก็จะนำเงินที่ระดมมาได้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามที่กำหนดไว้ในโครงการ โดยจะมีผู้จัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Fund Manager) เป็นผู้รับผิดชอบแต่ละกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไป การจัดการกลุ่มหลักทรัพย์การลงทุน (Portfolio) จะต้องผ่านการวิเคราะห์วิจัยแล้ว และทำหน้าที่จัดการหลักทรัพย์ที่เป็นทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้ได้ผลประโยชน์ให้ได้มากที่สุด ผลประโยชน์จากหลักทรัพย์นั้นได้มาจากเงินปันผล ดอกเบี้ย ซึ่งผลประโยชน์ดังกล่าวบริษัทจะหักค่าใช้จ่ายการดำเนินงานและเงินสำรองตามกฎหมาย ที่เหลือก็จะจัดสรรให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในรูปแบบเงินปันผล ส่วนบริษัทจัดการก็จะได้ค่าธรรมเนียมการจัดการ (Management Fee) จากโครงการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นค่าบริการในการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

(2.2) ผู้รับฝากทรัพย์สิน คือ สถาบันการเงินหรือธนาคารต่างๆ ที่บริษัทจัดการจะแต่งตั้ง โดยได้รับความเห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทย ทำหน้าที่ควบคุมดูแลให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามสัญญา เก็บรักษาทรัพย์สินและทรัพย์สินอื่นรวมถึงดอกผลที่ได้รับจากสินทรัพย์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นผู้รับและจ่ายเงินในกรณีที่มีการจำหน่ายหรือไถ่ถอนหน่วยลงทุนและรับผิดชอบต่อนายทะเบียนของผู้ถือหน่วยลงทุนด้วย จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนตามที่บริษัทจัดการเห็นชอบ จัดเก็บสำเนาตราสารหลักทรัพย์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทำบัญชี รายงานตราสารและหน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เสนอบริษัทจัดการ พร้อมทั้งมีอิสระในการทำหน้าที่ปกป้องรักษาผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนภายในขอบเขตของสัญญากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และจะได้รับค่าบริการจากบริษัทจัดการตามที่ได้ตกลงกันไว้

⁸ สมรวดี สุขะทัต, “กองทุนรวมคืออะไร”, วารสารธนาคาร, น. 59-60

ลักษณะของการดำเนินงานของผู้พิทักษ์ประโยชน์ดังที่ได้กล่าวมาในส่วนนี้ส่วนใหญ่เป็นวิธีการดำเนินงานแบบ Contractual Type ตามแบบของประเทศญี่ปุ่น แต่หากเป็นการดำเนินการของประเทศสหรัฐอเมริกา ผู้รักษาผลประโยชน์ไม่มีหน้าที่ในการดำเนินงานของบริษัทจัดการ แต่จะทำหน้าที่เพียงรักษาทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไว้เท่านั้น จึงเรียกกันเพียงผู้รับฝาก (Custodian) ทั้งนี้ก็เนื่องจากกฎหมายและวิธีการดำเนินงานการจัดการลงทุนในสหรัฐอเมริกาได้ให้อำนาจแก่ผู้ถือหน่วยลงทุนในการที่จะตัดสินใจได้อยู่แล้ว โดยการออกคะแนนเสียงในที่ประชุมผู้ถือหน่วยลงทุน ที่จะให้บริษัทจัดการนโยบายด้านต่างๆ ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นในการทำหน้าที่ผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน ผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ในสหรัฐอเมริกาจึงเป็นเพียงผู้รับฝากทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น

(2.3) ผู้ถือหน่วยลงทุน คือ ประชาชนและนิติบุคคลที่ซื้อหรือได้รับโอนหน่วยลงทุนของโครงการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ในบางประเทศ เช่น ประเทศญี่ปุ่น การซื้อขายนี้จะผ่านบริษัทหลักทรัพย์ ในขณะที่บางประเทศผู้ลงทุนจะซื้อขายหน่วยลงทุนได้กับบริษัทจัดการ ผู้ที่ถือหน่วยลงทุนในโครงการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ก็มีสิทธิร่วมในทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น ถ้าการบริหารกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นแบบ contractual type ผู้ถือหน่วยลงทุนจะไม่มีสิทธิออกเสียงเพื่อเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงานใดๆ เพราะถือเป็นการมอบอำนาจแก่บริษัทจัดการ แต่หากเป็นแบบ corporate type ผู้ถือหน่วยลงทุนจะมีสถานภาพคล้ายกับผู้ถือหุ้นในบริษัทจำกัด คือ มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุม โดยผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับ คือ เงินปันผลที่ได้ประกาศจ่าย นอกจากนั้นยังมีโอกาสที่จะได้รับกำไรส่วนทุนสุทธิ หรือขาดทุนจากการขายหน่วยลงทุน เมื่อนำหน่วยลงทุนไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

2.3 กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนิติบุคคลโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบนิติบุคคลโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเฉพาะ จะมีการกำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ที่เกี่ยวข้องไว้เป็นการเฉพาะ โดยรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะมีลักษณะที่ใกล้เคียงกับรูปแบบทรัสต์ แต่มีข้อแตกต่างอยู่หลายประการ ตัวอย่างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์รูปแบบนี้ คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 เป็นรูปแบบเฉพาะซึ่งเกิดขึ้นจากที่มาจากประวัติศาสตร์การพัฒนากฎหมายเกี่ยวกับกองทุนรวมของประเทศไทย สำหรับสาระสำคัญของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์รูปแบบนี้ จะอธิบายโดยละเอียดในบทที่ 3 เรื่องกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยและหลักกฎหมายไทย

3. คุณสมบัติของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือ REITs⁹

REITs มีคุณสมบัติที่สำคัญ 6 ประการ ที่ต้องพิจารณา คือ

1. เงินลงทุนเกือบทั้งหมดจะไปลงทุนในทรัพย์สินเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น
2. รายได้ทั้งหมดจะถูกแบ่งให้กับผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล โดยรายได้ดังกล่าวไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล
3. ทีมผู้บริหารจะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริหาร (Board of Director) หรือ ผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustees)
4. ผู้ถือหุ้น (หน่วยลงทุน) สามารถโอนเปลี่ยนกรรมสิทธิ์การเป็นเจ้าของหุ้น (หน่วยลงทุน) ได้จากการซื้อขายหุ้น (หน่วยลงทุน) ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งช่วยให้นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ โดยไม่ต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมหาศาลเหมือนกับการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไปและมีสภาพคล่อง
5. เป็นเครื่องมือในการกระจายความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน (Portfolio) เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน
6. เป็นการจำกัดความรับผิดชอบต่อหนี้สิน (limited liability) ให้แก่ผู้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

4. ประเภทของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์หรือ REITs

REITs แบ่งออกเป็น 3 ประเภทใหญ่ คือ¹⁰

1. ประเภทการลงทุนโดยตรง (equity REITs) : ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของการลงทุนทั้งหมด จะอยู่ในรูปของการถือครองกรรมสิทธิ์ หรือสิทธิเรียกร้องในอสังหาริมทรัพย์
2. ประเภทลงทุนในสิทธิจำนอง (mortgage REITs) : ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของการลงทุนทั้งหมด จะอยู่ในรูปของสิทธิจำนองที่ใช้อสังหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน
3. ประเภทผสม (hybrid/combination REITs) : รวมทั้งสองประเภทข้างต้นเข้าไว้ด้วยกัน

⁹ รุจพงษ์ ประชาสะโนบล, *อ่างแล้ว เชิงอรรถที่ 1* น. 57

¹⁰ Darrell Wright, REITs in Asia From Concept to Completion, (Hong Kong : Asia Law & Practice, Euromoney Publications (Jersy) Limited, June 2005), p. 5

แต่เดิมนั้น REITs ถูกออกแบบมาให้สามารถดำเนินกิจการได้โดยไม่มีกำหนดเวลาดำเนินการ แต่ในปัจจุบันเริ่มมีบริษัท REITs หลายแห่งที่จะระบุระยะเวลาที่จะหยุดดำเนินกิจการ ซึ่งส่วนใหญ่จะกำหนดให้บริษัทมีอายุประมาณ 10-20 ปี เริ่มแต่วันที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (initial public offering) ซึ่งในบางตำราที่จำแนกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีการกำหนดเวลาดำเนินการออกเป็นประเภทที่ 4 ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ด้วย โดยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ประเภทนี้เมื่อครบกำหนดเวลาคณะกรรมการก็จะดำเนินการจำหน่ายทรัพย์สินและเคลียร์หนี้สินรวมความรับผิดที่อาจเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดำรงอยู่พร้อมชำระคืนในส่วนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนพึงได้รับตามที่กฎหมายกำหนด¹¹

อย่างไรก็ตามไม่ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะเป็นประเภทใดก็ตาม ก็สามารถเป็นได้ทั้งกองทุนเปิด (open-end fund) หรือกองทุนปิด (close-end fund) กล่าวคือ กองทุนเปิดจะเสนอขายหน่วยลงทุนต่อประชาชนอย่างต่อเนื่องโดยไม่จำกัดจำนวน และหน่วยลงทุนเหล่านี้สามารถไถ่ถอนคืนได้ ซึ่งหมายความว่าผู้ถือหน่วยลงทุนมีสิทธิที่จะไถ่ถอนหรือขายหน่วยลงทุนกลับคืนไปยังกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และได้รับมูลค่าหน่วยลงทุนที่ขายคืนตามส่วนแบ่งของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ส่วนกองทุนปิดนั้นมีความแตกต่างจากกองทุนเปิดข้างต้นคือกองทุนปิดจะเสนอขายหน่วยลงทุนต่อประชาชนครั้งเดียวโดยจำกัดจำนวน และหน่วยลงทุนเหล่านี้ไม่สามารถไถ่ถอนคืนได้โดยจะมีการนำไปซื้อขายกันในตลาดรองซึ่งมักจะเป็นตลาดหุ้น¹²

5. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา (REITs)

5.1 พัฒนาการของ REITs ในสหรัฐอเมริกา¹³

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ REITs ในสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นต้นแบบของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในหลายประเทศทั่วโลก เกิดขึ้นตามกฎหมายจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ปี 1960 (Real Estate Investment Act 1960) โดยรัฐบาลมีวัตถุประสงค์ที่จะพัฒนาหลักทรัพย์

¹¹ Terrence M. Clairetie and G. Stacy Sirmans, “Real Estate Finance : Theory and Practice”, 5th ed. p. 421

¹² *Ibid* p. 421

¹³ สรุปใจความสำคัญจาก รุจพงศ์ ประภาสะโนบล, *อั่งแล้ว เชิงอรรถที่ 1* น. 57-60

ทุนให้นักลงทุนรายย่อยในวงกว้าง ได้มีโอกาสเข้าร่วมลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ ซึ่งมีการบริหารจัดการโดยผู้จัดการที่มีความเชี่ยวชาญ และผู้ลงทุนสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือหน่วยลงทุนได้อย่างคล่องตัวในตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการลงทุนในลักษณะของ Equity โดยหลักการกระจายผลประโยชน์ เหมือนกับการลงทุนในหุ้นของบริษัททั่วไป นั่นคือ ผู้ถือหน่วยลงทุนของ REITs จะได้รับผลประโยชน์ที่ได้มาจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของ REITs ตามสัดส่วนการถือหน่วยลงทุนใน REITs ทั้งนี้ ผู้ถือหน่วยลงทุนของ REITs จะได้รับประโยชน์เหนือกว่าการลงทุนโดยตรงในอสังหาริมทรัพย์เพียงแห่งเดียว เพราะมีการกระจายการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ชนิดต่าง ๆ และมีผู้ชำนาญด้านอสังหาริมทรัพย์ เป็นผู้บริหารจัดการ REITs ให้ โดยหุ้นของ REITs สามารถจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของต่างประเทศได้

ก่อนปี 1960 ได้เคยมีการจัดตั้งบริษัทลงทุนเพื่อพัฒนาและจัดการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ชื่อว่า United State Realty ขึ้นในปี 1990 โดยเป็นการร่วมทุนของสถาบันการเงิน บริษัทก่อสร้างและบริษัทจัดการลงทุน 5 แห่งในนครนิวยอร์ก บริษัทแห่งนี้ได้มีการดำเนินการอย่างประสบผลสำเร็จ และได้มีบริษัทในลักษณะนี้เปิดดำเนินการขึ้นอีกหลายแห่งในปีต่อมา จนกระทั่งตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ เกิดวิกฤตการณ์ในปี 1929 และภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะตกต่ำในปี 1930 ซึ่งทำให้บริษัทในลักษณะนี้ล้มหายไปเกือบทั้งหมด

หลังจากมีการออกกฎหมาย REITs ในปี 1960 บริษัทการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เริ่มฟื้นตัวในรูปแบบของ REITs โดยในช่วงปี 1961-1967 มี REITs เกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกา รวม 37 แห่ง เมื่อภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์เริ่มเข้าสู่ช่วงเฟื่องฟูในระหว่างปี 1968-1973 เริ่มมี REITs แบบที่ลงทุนโดยการปล่อยกู้ให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เรียกว่า Lending REITs เกิดขึ้น โดยกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินมาปล่อยกู้ต่อ Lending REITs เหล่านี้มีสัดส่วนเงินกู้ยืมต่อเงินทุนสูงถึง 3-5 ต่อ 1 โดยกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 3-5 และนำมาปล่อยกู้ในอัตราร้อยละ 13-16

ในช่วงปี 1968-1973 นี้ มีการจัดตั้ง REITs เพิ่มขึ้นใหม่ถึง 322 แห่ง มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจาก 470 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 5.1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ มูลค่าของสินทรัพย์รวมของ REITs เพิ่มขึ้นถึง 14 เท่า จนกระทั่งปี 1973 เมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นและเกิดการถดถอยทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในปี 1975 ก่อปรกับการก่อสร้างที่มีมากเกินความต้องการในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ส่งผลให้ REITs จำนวนมากประสบปัญหาขาดทุน ไม่สามารถ

จ่ายคืนเงินกู้ยืมได้ และไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ เป็นผลให้ราคาหุ้นของ REITs ตกลงอย่างรวดเร็วและหลายบริษัทไม่สามารถขายหุ้นเพิ่มทุนหรือพันธบัตรของตนได้ต่อไป

อย่างไรก็ตาม ไม่ใช่ว่าทุก REITs จะประสบปัญหาขาดทุนในช่วงเวลาดังกล่าวเหมือนกันทั้งหมด ทั้งนี้ จากการสำรวจพบว่า มี REITs กว่า 63 แห่ง ที่เป็น Equity REITs สามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามปกติในช่วงที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ถดถอย และมีบาง REITs ที่สามารถขายการเติบโตได้ในอัตราคงที่อย่างต่อเนื่อง ปี 1974 เป็นปีที่ราคาหุ้น REITs ตกต่ำที่สุดจากดัชนีราคาหุ้น REITs 104.29 ณ เดือนพฤศจิกายน 1972 ตกลงเหลือ 35.05 ณ สิ้นเดือนธันวาคม 1974 ต่อมาในปี 1976 อุตสาหกรรม REITs ก็กลับเข้าสู่ภาวะปกติ

REITs มีการเปลี่ยนแปลงวิธีระดมเงินลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 1986 การออกหุ้นกู้ (debt securities) เป็นวิธีระดมเงินลงทุนที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก และผู้ลงทุนยังเปลี่ยนมาให้ความสนใจกับการเพิ่มทุนของ REITs เดิมมากกว่าการออกหุ้นใหม่ของ REITs ใหม่ โดยในปี 1986 การเพิ่มทุนจำนวน 43 ครั้ง สามารถระดมเงินได้ถึง 3,464 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เมื่อเทียบกับ 1,479 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1985 นอกจากนี้ จำนวนของการเสนอขายหุ้นใหม่ครั้งแรกยังคงลดลงจาก 29 ครั้งในปี 1985 เหลือเพียง 20 ครั้งในปี 1986

โดยการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเกิดขึ้นจากหลายปัจจัย เช่น ที่ปรึกษาการลงทุนและนักลงทุน ต้องการทดสอบความสามารถของผู้บริหาร REITs ว่าจะสามารถรักษาสัญญาที่ให้ไว้ว่าจะจ่ายผลตอบแทนที่ดีและรักษาราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ให้อยู่ในระดับที่น่าพอใจหลังการเพิ่มทุนได้จริงหรือไม่ และอีกปัจจัยที่สำคัญคือ ระบบภาษีของสหรัฐฯ มีผลต่อกิจกรรมต่างๆ ของ REITs มาก ดังนั้น การประกาศใช้กฎหมายปฏิรูปภาษีอากรในปี 1986 ที่ระบุให้ REITs ได้รับประโยชน์จากการลดอัตราภาษีอสังหาริมทรัพย์ด้วย ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นที่จะลงทุนในธุรกิจนี้อีกครั้ง ดังจะเห็นได้จากจำนวนการเสนอขายหุ้นของ REITs ที่มีมากขึ้นตอนช่วงท้ายปี 1986

นอกจากนี้ REITs ยังหันมาให้ความสนใจในการลงทุนในสิทธิจำนอง (mortgage investment) มากกว่าที่จะให้เงินกู้ (mortgage lending) แต่เพียงอย่างเดียว ซึ่งการลงทุนแบบนี้จะแตกต่างจากผู้ให้กู้อย่างอื่นตรงที่มีการออกหุ้นหรือมีข้อกำหนดที่จะช่วยเพิ่มความปลอดภัยในการลงทุนและช่วยเพิ่มผลตอบแทนของการลงทุนให้สูงขึ้น

ในปี 1980 REITs ริเริ่มอีกหนึ่งกิจกรรมที่น่าสนใจและประสบความสำเร็จอย่างสูงคือการออก collateralized mortgage obligations (CMOs) และการออกหุ้นกู้อื่นๆ โดยใช้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจำนวนมากเป็นหลักประกันซึ่ง REITs รูปแบบนี้จะดำเนินการอยู่ในตลาดมือสอง

หรือตลาดรองของสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย โดย REITs จะซื้อสิทธิจำนองจำนวนมากจากผู้ให้สินเชื่อในตลาดแรก และใช้สิทธิจำนองเหล่านี้เป็นตัวค้ำประกันพันธบัตรของ REITs ที่ออกมาสู่ตลาด

ต่อมาเมื่อการแข่งขันเพิ่มสูงขึ้น ทั้งการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม REITs และจากจำนวนรูปแบบของหุ้นอสังหาริมทรัพย์อื่นๆ ที่เพิ่มมากขึ้น อุตสาหกรรม REITs จึงเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงอีกครั้ง โดยเริ่มที่จะมุ่งความสนใจไปยังตลาดย่อย (niche) และตลาดเฉพาะทางมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทสถานฟื้นฟูและบำรุงรักษา (health care facilities) เป็นต้น

ในสหรัฐอเมริกา มี REITs กว่า 250 REITs ที่จดทะเบียนกับ The Securities and Exchange Commission และเป็น Listed REITs ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์หลักของประเทศ โดยส่วนใหญ่ซื้อขายใน The New York Stock Exchange มูลค่าตลาดกว่า 395 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยที่ REITs ในสหรัฐฯ มักอยู่ในรูปบริษัทเพื่อการลงทุน (Investment Company) ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ โดยได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเหนือกว่าบริษัท Real Estate ทั่วไป เช่น หากนำรายได้ส่วนใหญ่ เช่น 90% ที่ได้จากอสังหาริมทรัพย์นั้นจ่ายเป็นเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นใน REITs นั้นไม่ต้องนำรายได้ส่วนนี้ไปเสียภาษี เป็นต้น

5.2 โครงสร้างของ REITs¹⁴

โครงสร้างของ REITs ต้องเป็นไปตามที่กฎหมายภาษีและกฎหมายหลักทรัพย์กำหนดเพื่อรับสิทธิประโยชน์ทางภาษีตามที่กรมสรรพากรของประเทศสหรัฐอเมริกา กำหนด กล่าวคือ ข้อกำหนดของกรมสรรพากรระบุว่า REITs ต้องมีรูปแบบเป็นบริษัทนิติบุคคล บริษัททรัสต์ หรือสมาคมเท่านั้น และในแง่ของการเสียภาษี REITs จะได้รับการปฏิบัติอย่างบริษัทนิติบุคคล นอกจากนี้กรรมสิทธิ์ของผู้ลงทุนจะต้องอยู่ในรูปของหน่วยลงทุนที่สามารถซื้อขายได้ และทีมผู้บริหารจะต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริหาร (Board of Director) หรือผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustees)

ผู้ถือหน่วยลงทุนของ REITs : ผู้ถือหน่วยลงทุนให้ความเห็นชอบต่อการแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์หรือผู้อำนวยการ โดยใช้วิธีเลือกตั้งตามแต่ระยะเวลาที่กำหนด ผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับการคุ้มครองจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และกฎหมายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

¹⁴ เฟิ่งอ้วง น. 61-63

ผู้อำนวยการและผู้จัดการทรัพย์สิน : คณะกรรมการบริหารจะเป็นผู้ออกนโยบายของบริษัทให้มีความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการลงทุนตามที่ระบุอยู่ใน declaration of trust หรือ charter โดยมอบหมายให้ผู้อำนวยการ หรือผู้ดูแลผลประโยชน์ มีหน้าที่กำกับดูแลทรัพย์สินของ REITs รวมไปถึงให้เป็นผู้ดูแลการบริหารจัดการหนี้สินและการให้ความเห็นชอบต่อการลงทุนต่างๆ และผู้อำนวยการจะต้องไม่มีความข้องเกี่ยวในเชิงธุรกิจกับ REITs นอกจากนี้ ผู้ดูแลผลประโยชน์จะต้องเป็นผู้มีประสบการณ์ด้านการบริหารอสังหาริมทรัพย์ด้านการเงิน ด้านธุรกิจ และด้านการตลาด

การจัดการ : ผู้ดูแลผลประโยชน์หรือผู้อำนวยการมักจะมอบหมายอำนาจการจัดการประจำวันให้แก่ผู้อื่น สองในสามของ REITs จะว่าจ้างคณะผู้จัดการจากภายนอกหรือที่เรียกว่าที่ปรึกษา มาเป็นผู้ดูแลควบคุมการดำเนินกิจกรรมประจำวัน โดยให้ผลตอบแทนเป็นค่าที่ปรึกษาตามแต่ได้ตกลงกันได้ ซึ่งการว่าจ้างที่ปรึกษาแบบนี้ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากจาก REITs ที่จัดตั้งโดยธนาคาร บริษัทประกันภัย หรือบริษัทที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อื่นๆ ซึ่งหน้าที่ของที่ปรึกษามีดังต่อไปนี้

- (1) ให้คำปรึกษาหรือให้คำแนะนำแก่ผู้อำนวยการทรัพย์สินในแง่ของการซื้อขาย หรือการประเมินความเป็นไปได้ในการลงทุนต่างๆ
- (2) เป็นตัวกลางของ REITs ในการขาย การซื้อ และการตกลงกรรมสิทธิ์ต่างๆ
- (3) จัดพื้นที่ทำงานและจัดหาพนักงาน
- (4) ควบคุมดูแลการบริหารจัดการสินทรัพย์ และรายงานผลการให้บริการของผู้รับจ้างภายนอกต่อผู้ดูแลผลประโยชน์

โครงสร้างเงินทุน : REITs ออกหลักทรัพย์ได้หลากหลายรูปแบบ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ สิทธิของซื้อหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพและตราสารหนี้ที่มีกลุ่มสินเชื่อเป็นหลักประกัน นอกจากนี้ REITs ยังระดมทุนด้วยวิธีอื่นๆ เริ่มจากการเสนอขายหุ้นโดยเฉพาะเจาะจง การออกตราสารการเงินระยะสั้นไปจนถึงการกู้ยืมจากธนาคาร

5.3 การลงทุนใน REITs¹⁵

การลงทุนของ REITs โดยทั่วไปจะมีหลายรูปแบบ ดังนี้

¹⁵ เพิ่งอ้าง น. 65-66

1. การเข้าถือครองกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์

REITs เข้าถือกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ต่างๆ ได้หลายวิธี เช่น การซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับการพัฒนาแล้ว การทำสัญญาก่อสร้างบนที่ดินที่เป็นกรรมสิทธิ์ของ REITs การร่วมลงทุนกับบริษัทจัดสรรที่ดินหรือเจ้าของที่ดินรายอื่นๆ การแลกเปลี่ยนทรัพย์สินแบบที่ได้รับการยกเว้นภาษีอากร และการได้รับสิทธิในการไถ่ถอนจำนอง เป็นต้น เมื่อได้กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินมาแล้ว REITs อาจจ่ายเต็มราคาทันที หรืออาจจ่ายแค่ส่วนเดียวก่อน เพื่อจะนำเงินทุนที่เหลือไปลงทุนในทรัพย์สินอื่นต่อไป อย่างไรก็ตาม REITs นั้นไม่ได้รับอนุญาตให้ลงทุนในแบบเก็งกำไร ดังนั้น REITs ไม่สามารถที่จะพัฒนาทรัพย์สินเพื่อที่จะขายต่อเหมือนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป

การจัดการกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์: เมื่อ REITs ตกลงให้เช่าทรัพย์สินของบริษัท ผู้เช่าจะต้องจ่ายค่าเช่าตามราคาและระยะเวลาที่ตกลงกันไว้ ทั้งนี้ ผู้เช่าจะเป็นผู้จ่ายภาษีค่าดูแลรักษา และค่าเบี้ยประกันต่างๆ ตามที่รัฐกำหนดด้วยข้อตกลงแบบนี้ช่วยรับประกันว่า REITs จะได้รับผลตอบแทนตามที่คาดไว้ รวมทั้งโอนความเสี่ยงของค่าใช้จ่ายที่จะเพิ่มขึ้นให้ไปตกอยู่กับผู้เช่าทรัพย์สินแทน นอกจากนี้ การปล่อยเช่าจะช่วยให้ REITs สามารถขอเพิ่มค่าเช่าได้ในกรณีที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ หรือในกรณีที่ผู้เช่ามีรายได้จากการเช่าทรัพย์สินนั้นๆ เพิ่มขึ้นกว่าที่กำหนดไว้ตอนต้น ซึ่งเป็นหลักประกันว่าค่าเช่าจะเพิ่มขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อ

บางกรณีก็ใช้วิธีการที่เรียกว่า Purchase-leaseback คือการที่ REITs ซื้ออสังหาริมทรัพย์จากบริษัทหนึ่ง หลังจากนั้น ก็จะให้บริษัทดังกล่าวเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่ซื้อมา โดยต้องจ่ายค่าเช่าตามที่ REITs กำหนดไว้

ในบางครั้ง REITs จะซื้อที่ดินที่มีสิ่งปลูกสร้างอยู่แล้ว และให้เช่าที่ดินดังกล่าวกับเจ้าของสิ่งปลูกสร้าง (ที่อยู่บนที่ดินนั้น) ในระยะยาว เรียกว่า land purchase-leaseback ทั้งนี้ เจ้าของสิ่งปลูกสร้างสามารถที่จะซื้อที่ดินดังกล่าวคืนได้หลังจากสิ้นสุดการเช่าที่กำหนด โดยคิดตามราคาตลาดในขณะนั้น

การบริหารจัดการทรัพย์สินของ REITs : ด้วยข้อกำหนดทางภาษีก่อนปี 1986 ทำให้ REITs ไม่สามารถเข้าไปบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ได้โดยตรง ดังนั้น REITs จึงนิยมการว่าจ้างผู้จัดการมาบริหารจัดการแทน โดยจ่ายค่าจ้างเป็นสัดส่วนของรายได้ที่ได้จากค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ

การขายอสังหาริมทรัพย์ : ข้อกำหนดทางภาษีไม่ได้บังคับให้ REITs แบ่งผลกำไรที่ได้จากการขายทรัพย์สินให้แก่ผู้ถือหุ้นลงทุน ดังนั้น REITs จึงสามารถที่จะเก็บกำไร

บางส่วนหรือทั้งหมดเอาไว้ได้ แต่บริษัทจะต้องจ่ายภาษีสำหรับมูลค่าทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้น (capital gain) ตามที่รัฐกำหนด นอกจากนี้ REITs ยังสามารถที่จะขยายกิจการโดยทำการแลกเปลี่ยนทรัพย์สินแบบที่ได้รับการยกเว้นภาษีได้อีกทางหนึ่ง ทั้งนี้ ถ้า REITs ต้องการจะปันผลกำไรที่ได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์แก่ผู้ถือหุ้นรายละคน ผู้ถือหุ้นรายละคนจะต้องเสียภาษีในอัตราของ capital gain เช่นเดียวกัน

ผลกำไรที่เกิดจากการถือครองกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์ : การถือครองกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์ เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากภาวะเงินเฟ้อเนื่องจากราคาของอสังหาริมทรัพย์มักจะเพิ่มขึ้นเมื่อราคาสินค้าตัวอื่นเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีผลต่อการทำกำไรของ REITs มีดังต่อไปนี้

(1) วัฏจักรของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ : คือการที่ความต้องการที่อยู่อาศัยมีมากกว่าจำนวนที่อยู่อาศัยในตลาด ทำให้อัตราค่าเช่าและมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (Boom) และเมื่อมีการสร้างสิ่งปลูกสร้างมากขึ้นจนเกินความต้องการในตลาด ก็จะทำให้ผลตอบแทนจากธุรกิจนี้ลดน้อยลง และการขยายตัวของธุรกิจก็จะลดลงในที่สุด

(2) อัตราดอกเบี้ย (real) ที่ปรับตัวสูงขึ้น : ทำให้ REITs ต้องจ่ายดอกเบี้ยมากขึ้นและไม่สามารถเพิ่มรายรับโดยการเพิ่มสัดส่วนการกู้ยืมให้แก่พอร์ตโฟลิโอของบริษัทได้

(3) การบริหารจัดการพอร์ตโฟลิโอ : มีความสำคัญต่อความสำเร็จของ REITs เป็นอย่างมาก เนื่องจากการลงทุนส่วนใหญ่ของ REITs เป็นการลงทุนในระยะยาวทำให้ต้องมีการวางแผนยุทธศาสตร์การลงทุนที่ดี

2. การลงทุนของ REITs โดยการให้เงินกู้แบบจำนอง (Mortgage Lending)

โดยปกติ REITs จะปล่อยเงินกู้ในรูปแบบต่างๆ ยกตัวอย่างเช่น การให้เงินกู้จำนองสำหรับการก่อสร้างและการลงทุนในสิทธิการจำนองต่างๆ ในปัจจุบัน REITs เริ่มที่จะเพิ่มข้อกำหนดที่จะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าไปถือหุ้นในอสังหาริมทรัพย์ที่ REITs ปล่อยเงินกู้ระยะยาวได้ เพื่อที่จะสามารถได้รับประโยชน์ตอบแทนที่ทรัพย์สินดังกล่าวสร้างขึ้นอย่างเต็มที่หรือแม้กระทั่งได้รับส่วนแบ่งกำไรหากเจ้าของอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ ตัดสินใจขายมันในอนาคตนอกจากนี้ การแปลงสภาพสินเชื่อจำนอง (convertible mortgage) ยังเป็นอีกทางเลือกหนึ่งสำหรับ REITs ในการแปลงการลงทุนในเงินกู้ซึ่งได้รับดอกเบี้ยเป็นการเข้าถือหุ้นในบริษัทที่ REITs ปล่อยสินเชื่อ

ช่วงปี 1980 ตลาดมือสองสำหรับการจำนองที่อยู่อาศัยขยายตัวอย่างรวดเร็ว และมีบริษัทจำนวนมากที่เริ่มสนใจเข้าซื้อสิทธิเงินกู้จำนองจากธนาคารและผู้ปล่อยกู้รายย่อย โดย

บริษัทเหล่านี้ระดมทุนโดยการขายหุ้นกู้ของบริษัทให้แก่นักลงทุนรายใหญ่หรือบริษัทเงินทุนรายใหญ่

Mortgage REITs ทำเงินจากดอกเบี้ยที่ได้จากการปล่อยเงินกู้ โดยการคำนวณอัตราดอกเบี้ยแต่ละครั้งจะต้องพิจารณาจากหลายปัจจัย เช่น อัตราดอกเบี้ยในตลาด ชนิดของการจำนองและความเสี่ยงในการลงทุน เป็นต้น ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างต่อเนื่อง ผู้กู้ยังคงต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราเก่า ในขณะที่ผู้ให้กู้จะได้รับผลตอบแทนน้อยลงจากการลงทุนครั้งใหม่ ส่งผลให้รายได้สุทธิต่อหุ้น (earning per share) ของ REITs ลดลงและจ่ายเงินปันผลได้น้อยลงไปด้วย แต่เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนแบบอื่นๆ แล้ว mortgage REITs ก็ยังคงให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า

ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น ถึงแม้ REITs จะสามารถลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูง แต่ก็จะต้องจ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้นด้วย อีกวิธีที่จะช่วยป้องกันผู้ปล่อยกู้จากดอกเบี้ยที่ผันผวนคือ การเข้าไปถือหุ้นในอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ เพื่อที่จะได้รับผลประโยชน์ที่เกิดจากการถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินดังกล่าวอย่างเต็มที่นั่นเอง

5.4 กฎหมายที่มีผลต่อ REITs

REITs ส่วนใหญ่จะดำเนินกิจการในรูปแบบของบริษัทมหาชน ซึ่งจะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และกฎระเบียบต่างๆ ซึ่งมีรายละเอียดของกฎหมายที่เกี่ยวข้องดังนี้

5.4.1 กฎหมายเกี่ยวกับการจัดตั้ง REITs

โครงสร้างหลักที่สำคัญของ REITs คือ การระดมทุนโดยการจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุนตาม Investment Company Act of 1940 ซึ่งเป็นตัวบทกฎหมายสำคัญในการระดมทุนโดยการจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน ที่มีการบัญญัติข้อกำหนดต่างๆ ไว้ เช่น ความหมายและข้อยกเว้นของบริษัทเพื่อการลงทุน รูปแบบของบริษัทเพื่อการลงทุน การจดทะเบียนของบริษัทเพื่อการลงทุน บุคคลที่เกี่ยวข้องในบริษัทเพื่อการลงทุน เป็นต้น ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

1. ความหมายและข้อยกเว้นของบริษัทเพื่อการลงทุน

ความหมายของบริษัทเพื่อการลงทุน

ในการพิจารณาว่าองค์กรธุรกิจใดจัดเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนที่จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ใช้กับบริษัทเพื่อการลงทุนนั้น มีหลักและข้อยกเว้นในการพิจารณาที่ซับซ้อนเนื่องจากตาม Investment Company Act of 1940 ได้นิยามความหมายของ “บริษัทเพื่อการ

ลงทุน” (investment company) โดยพิจารณาจากสาระสำคัญ (substance) โดยมาตรา 3(a) (1)¹⁶ ได้กำหนดว่า บริษัทเพื่อการลงทุน หมายถึง

(1) ผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งประกอบธุรกิจหรือแสดงตนว่าประกอบธุรกิจด้านการลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

(2) ผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งเข้าเกี่ยวข้องหรือเสนอเข้าเกี่ยวข้องในธุรกิจการออก Face-amount Certificate of the installment type หรือเคยเข้าเกี่ยวข้องในธุรกิจดังกล่าวและยังมี certificate ดังกล่าวที่ยังค้างชำระอยู่

(3) ผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งเข้าเกี่ยวข้องหรือเสนอเข้าเกี่ยวข้องในธุรกิจการลงทุนการเป็นเจ้าของ การถือ หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทหลักทรัพย์เพื่อการลงทุน¹⁷ เป็นจำนวนเกินกว่า 40% ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของผู้ออกหลักทรัพย์รายนั้น

คำว่า “company” ตามที่นิยามไว้ใน investment Company Act มีความหมายไม่จำกัดเฉพาะองค์กรธุรกิจที่จัดตั้งในรูปบริษัทเท่านั้น โดยตามนิยามในมาตรา

¹⁶ มาตรา 3(a) (1) When used in this title, “investment company” mean any issuer which-

(A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;

(B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or

(C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer’s total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.

¹⁷ หลักทรัพย์เพื่อการลงทุน (investment securities) มีคำนิยามตามมาตราว่า 3(a) (2) ว่าหมายถึง หลักทรัพย์ทุกชนิดยกเว้น หลักทรัพย์รัฐบาล หลักทรัพย์ซึ่งออกโดย employees’ securities companies และหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทลูกของบริษัทที่ไม่ใช่ Investment Company

2(a)(8)¹⁸ “Company” หมายถึง บริษัท (corporation) ห้างหุ้นส่วน (partnership) องค์การ (association) บริษัทร่วมทุน (joint-stock company) ทรัสต์ กองทุน หรือกลุ่มบุคคลอื่นใดไม่ว่าจะจดทะเบียนเป็นบริษัทหรือไม่ก็ตาม หรือผู้พิทักษ์ทรัพย์ (receiver) ทรัสต์ในกรณีภายใต้ title 11 of the United States Code หรือตัวแทนชำระบัญชี ในการปฏิบัติงานภายใต้อำนาจหน้าที่นั้นๆ

ข้อยกเว้นของบริษัทเพื่อการลงทุน

ตามคำนิยามดังกล่าวกำหนดข้อยกเว้นองค์กรธุรกิจที่ไม่ถือเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนไว้หลายประการ โดยกำหนดไว้ในมาตรา 3(b) มาตรา 3(c) และมาตรา 6 ซึ่งมีข้อยกเว้นที่สำคัญดังต่อไปนี้

(1) บริษัทที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุนโดยไม่เจตนา (Inadvertent Investment Company)

เนื่องจากนิยาม “Investment Company” ในมาตรา 3(a) ครอบคลุมกว้างมาก จึงทำให้มีบริษัทที่ประกอบธุรกิจ (operating company) ที่ได้ขายส่วนสำคัญของทรัพย์สิน และนำไปลงทุนต่อในหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นซึ่งมิใช่บริษัทที่ตนเองมีอำนาจควบคุม อยู่ก็อาจจะอยู่ในฐานะของบริษัทเพื่อการลงทุนโดยไม่เจตนาได้ ซึ่งทำให้อาจต้องมาจดทะเบียนกับ SEC หรือมิฉะนั้นก็จะต้องได้รับโทษตามมาตรการบังคับได้ นอกจากนี้การพิจารณาว่าธุรกิจหลักของบริษัทคืออะไร หรือการวัดมูลค่าของ “investment securities” และสินทรัพย์อื่นสำหรับวัตถุประสงค์ในการตัดสินว่าจะเข้ากรณีมีจำนวนเกินกว่า 40 % ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของผู้ออกหลักทรัพย์รายนั้นหรือไม่นั้นก็เป็นเรื่องยาก อย่างไรก็ตาม มาตรา 3(b)(1)(2)¹⁹ ในกรณีที่สินทรัพย์

¹⁸ มาตรา 2(a)(8) “Company” means a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, a fund, or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code [11 USCS § § 101 et seq.] or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such

¹⁹ มาตรา 3(b)(1)(2) Exemption from provisions. Notwithstanding paragraph (1)(C) of subsection (a), none of the following persons is an investment company within the meaning of this title:

ของบริษัทเกินกว่า 40% เป็น “investment securities” ก็อาจไม่ถือเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนถ้า (1) ผู้ออกหลักทรัพย์นั้นประกอบธุรกิจหลักอย่างอื่น โดยตนเองหรือผ่านบริษัทย่อยที่ตนเองเป็นเจ้าของทั้งหมด (wholly-owned subsidiaries) หรือ (2) ผู้ออกหลักทรัพย์ได้ยื่นคำขอและได้รับอนุญาตจาก SEC ให้ประกาศว่าบริษัทนั้น ประกอบธุรกิจหลักอย่างอื่นโดยตนเองหรือผ่านบริษัทย่อยที่ตนเป็นผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก หรือผ่านบริษัทที่ตนควบคุมในการดำเนินธุรกิจทำนองเดียวกัน (controlled companies conducting similar types of businesses)

(2) บริษัทเพื่อการลงทุนที่เสนอขายในวงจำกัด (Private investment Company)

ผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามมาตรา 3(c)(1) และมาตรา 3(c)(7) มักจะถูกเรียกว่า บริษัทเพื่อการลงทุนที่เสนอขายในวงจำกัด (Private Investment Companies) เพราะว่าผู้ออกหลักทรัพย์เหล่านี้มิได้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และจำกัดจำนวนผู้ลงทุนหรือประเภทของผู้ลงทุนที่เสนอขายดังนี้

(ก) ซ้อยกเว้นตามมาตรา 3(c)(1)²⁰ คือผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และหุ้นของผู้ออกหลักทรัพย์ถือโดยบุคคลไม่เกิน 100 ราย

(ข) ซ้อยกเว้นตามมาตรา 3(c)(7)²¹ คือ ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และหุ้นของผู้ออกหลักทรัพย์ถือโดยบุคคลที่เป็นผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Qualified purchasers)²² ในขณะที่บุคคลนั้นได้หุ้นมา

(1) Any issuer primarily engaged, directly or through a wholly-owned subsidiary or subsidiaries, in a business or businesses other than that of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities.

(2) Any issuer which the Commission, upon application by such issuer, finds and by order declares to be primarily engaged in a business or businesses other than that of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities either directly or (A) through majority-owned subsidiaries or (B) through controlled companies conducting similar types of businesses.

²⁰ มาตรา 3(c)(1) Any issuer whose outstanding securities (other than short-term paper) are beneficially owned by not more than one hundred persons and which is not making and does not presently propose to make a public offering of its securities.

(3) Investment Club

Investment Club คือกลุ่มบุคคลที่รวมเงินกันเพื่อนำมาลงทุน โดยสมาชิกจะศึกษาหาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนต่างๆ และนำมาตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ร่วมกัน ตามเสียงส่วนใหญ่ ซึ่ง Investment Clubs มักจะตั้งขึ้นเป็นห้างหุ้นส่วน โดยส่วนใหญ่แล้ว Investment Clubs มักจะไม่ต้องจดทะเบียนกับ SEC ในฐานะเป็น Investment Companies เพราะว่าส่วนใหญ่ได้เสียของสมาชิกไม่ถูกถือว่าเป็นหลักทรัพย์ตาม Securities Act of 1933 โดยกรณีที่ไม่ได้ถูกถือว่าเป็นหลักทรัพย์นั้น สมาชิกใน Investment Club ต้องมีส่วนร่วมอย่างมากในการตัดสินใจในการลงทุน โดยถ้าสมาชิกลงทุนและคาดหวังที่จะได้กำไรจากการจัดการของผู้อื่น (คือมิได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจในการลงทุน) ในกรณีดังกล่าวนี้ ส่วนได้เสียของสมาชิกก็อาจถือเป็นหลักทรัพย์ได้ โดยจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภท investment contract

Investment Club ต้องจดทะเบียนกับ SEC ในกรณีที่เข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้ (1) Club ลงทุนในหลักทรัพย์เป็นหลัก (2) Club ออกเสนอขายส่วนได้เสียที่ถือเป็นหลักทรัพย์ และ (3) Club ไม่เข้าข้อยกเว้นจากนิยามของ “Investment Company”²³

2. รูปแบบและประเภทของบริษัทเพื่อการลงทุน

ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทเพื่อการลงทุนอาจจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท ทรัสต์ ห้างหุ้นส่วน หรือรูปแบบอื่นๆ ก็ได้ แต่โดยส่วนใหญ่แล้ว Investment Company จะจัดตั้งในรูปแบบบริษัท (corporation) บทบัญญัติส่วนใหญ่จึงใช้ศัพท์ที่ใช้กับบริษัท

²¹ มาตรา 3(c)(7) Any issuer, the outstanding securities of which are owned exclusively by persons who, at the time of acquisition of such securities, are qualified purchasers, and which is not making and does not at that time propose to make a public offering of such securities.

²² ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Qualified purchasers) มีนิยามมาตรา 2(a) (51) ซึ่งกล่าวโดยทั่วไปคือ 1. บุคคลที่มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 5 ล้านดอลลาร์ และ 2. บุคคลผู้กระทำการเพื่อบัญชีลงทุนของตนเองหรือบัญชีลงทุนของผู้ที่มีลักษณะเฉพาะคนอื่น และลงทุนโดยหลักเกณฑ์ตามที่เห็นควร (Discretionary basis) ไม่น้อยกว่า 25 ล้านดอลลาร์

²³ Division of Investment Management, United States Securities and Exchange Commission, Investment Company Registration Package, (Washington D.C.: United State Securities and Exchange Commission, 1991) pp. 2-3.

(corporate terms) เช่น กรรมการ (directors) ผู้ถือหุ้น (shareholders) ดังนั้น จึงต้องมีการปรับ (modifications) ให้เหมาะสมกับการนำไปใช้กับบริษัทเพื่อการลงทุนที่จัดตั้งในรูปแบบอื่นๆ

หากพิจารณาในแง่ของการลงทุนแล้วโครงการลงทุนเป็นกลุ่มไม่ว่าจะอยู่ในรูปแบบใด ก็ไม่มีความแตกต่างกัน เพราะต่างก็อยู่ภายใต้ Investment Company Act และได้รับการจัดการพอร์ตการลงทุนโดยผู้ประกอบวิชาชีพซึ่งลงทุนในตราสารทางการเงินที่หลากหลายเหมือนกัน แต่ในแง่ของโครงสร้างทางกฎหมายอาจมีการใช้กฎหมายที่แตกต่างกันออกไป เช่น หากเป็นการจัดตั้งในรูปแบบของ Corporation ก็ใช้ Company Law หากเป็นการจัดตั้งในรูปแบบของ Trust ก็ใช้ Trust Law เป็นต้น

Investment Company ตามนิยามในมาตรา 4²⁴ แบ่งได้ 3 ประเภท คือ Face-amount Certificate Company, Unit Investment Trust และ Management Company โดย 2 ประเภท หลังเป็นรูปแบบกองทุนรวมที่ใช้ในปัจจุบัน ซึ่งรายละเอียดของ Investment Company แต่ละประเภท มีดังนี้

(1) Face-amount Certificate Company

กองทุนรวมประเภทนี้จะออกหน่วยลงทุนระยะยาวที่เรียกว่า Face-amount certificate โดยจะประกันผลตอบแทนขั้นต่ำที่สุด ปกติจะเป็นกองทุนที่มุ่งลงทุนใน

²⁴ มาตรา 4 For the purposes of this title, investment companies are divided into three principal classes, defined as follows:

(1) "Face-amount certificate company" means an investment company which is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or which has been engaged in such business and has any such certificate outstanding.

(2) "Unit investment trust" means an investment company which (A) is organized under a trust indenture, contract of custodianship or agency, or similar instrument, (B) does not have a board of directors, and (C) issues only redeemable securities, each of which represents an undivided interest in a unit of specified securities; but does not include a voting trust.

(3) "Management company" means any investment company other than a face-amount certificate company or a unit investment trust.

หลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใดทรัพย์สินหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น อสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น กองทุนประเภทนี้มีจำนวนน้อยมากในปัจจุบัน

(2) Unit Investment Trust (UIT)

UIT จะถือหลักทรัพย์ที่แน่นอนที่ไม่ต้องมีการบริหารจัดการ (fixed, unmanaged portfolio of securities) โดยดำเนินการภายใต้ trust indenture (สัญญาหลายฝ่าย) ซึ่งไม่มีคณะกรรมการบริษัท และจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่เฉพาะเจาะจง

สัญญา trust indenture จะกำหนดข้อสัญญาแห่ง trust ซึ่งจะรวมถึงวันสิ้นสุดสัญญา ผู้ให้ความสนับสนุน (sponsor) ผู้ได้รับการแต่งตั้ง และ bank trustee หรือ custodian ขึ้นมาเพื่อบริหาร UIT จะต้องจดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ที่ Investment Company Act of 1940 กำหนดและหน่วยลงทุนก็จะต้องจดทะเบียนภายใต้ Securities Act of 1933 ด้วยเช่นกัน แต่ทั้งนี้ UIT จะได้รับการยกเว้นไม่อยู่ในบังคับของ Trust Indenture Act²⁵

รูปแบบของ UIT จะเห็นในรูปของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่กำหนดไว้แน่นอนในหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้น จึงไม่จำเป็นต้องมีที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) และคณะกรรมการ (board of directors) เหมือน Management Company แต่อย่างใด

ถึงแม้ UIT จะออกหน่วยลงทุนที่สามารถขายคืนได้ แต่ผู้จัดตั้งกองทุน (Sponsor) มักจะจัดให้มีการซื้อขายหน่วยลงทุนนี้ได้ในตลาดรองควบคู่ไปด้วย ในการซื้อคืนจากผู้ถือหน่วยลงทุน UIT สามารถขายต่อให้แก่ผู้ลงทุนรายใหม่ได้ จึงทำให้สามารถรักษาขนาดและรักษาของทรัพย์สินของกองทุนได้ก่อนที่จะหมดอายุโครงการ ดังนั้น จะไม่มีการออกหน่วยลงทุนใหม่แต่อย่างใดทำให้ไม่มีภาวะค่าใช้จ่ายในเรื่องการออกหนังสือชี้ชวน

(3) Management Company

Management Company คือ บริษัทเพื่อการลงทุน นอกเหนือจาก Face-amount Certificate Company และ UIT โดยตามมาตรา 5(a) แบ่งย่อยออกเป็นกองทุนเปิด (open-end company) และกองทุนปิด (close-end company) กองทุนเปิดหมายถึง Management Company ที่รับซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ออกหรือเสนอขาย ส่วนกองทุนปิดหมายถึง management Company นอกจากกองทุนเปิด (ก็คือ Management Company ที่มีรับซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ออกหรือเสนอขายนั่นเอง)

²⁵ รุจวงศ์ ประภาสะโนบล, อ่างแล้ว เจริญธรรมที่ 1 น. 94

3. การจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน²⁶

การจัดตั้งกองทุนรวมในกระบวนการที่ซับซ้อน ที่ดำเนินการโดยผู้จัดตั้งกองทุน (fund's sponsor) ซึ่งมักจะเป็นที่ปรึกษาการลงทุนของทุนนั้น (fund investment adviser) หรือผู้บริหารดูแล หรือผู้จัดจำหน่ายหลัก (principal underwriter) (หรือเป็นที่รู้จักกันว่า distributor)

ผู้จัดตั้งกองทุน (fund's sponsor) มีความรับผิดชอบหลายประการ เช่น (1) การจัดการรวบรวมบุคคลที่จำเป็นในการดำเนินการตั้งกองทุน ซึ่งรวมถึงบุคคลที่จะทำหน้าที่จัดการ และดำเนินการกองทุน (2) การจัดการให้มีเจ้าหน้าที่และกรรมการที่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้อง (affiliated directors) ที่จะมาควบคุมดูแลกองทุน และจัดหาบุคคลที่ไม่เกี่ยวข้อง (unaffiliated persons) เพื่อปฏิบัติหน้าที่เป็นกรรมการอิสระ (3) การจดทะเบียนกองทุนภายใต้กฎหมายของมลรัฐ (state law) ทั้งกรณีที่เป็นบริษัทหรือทรัสต์ (corporation or business trust) (4) และเพื่อที่จะขายหุ้นต่อประชาชน กองทุนก็ต้องจดทะเบียนหุ้นกับ SEC โดยการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (federal registration statement) ตาม securities Act of 1933 และยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อแต่ละมลรัฐที่หุ้นของกองทุนได้มีการเสนอขาย

ในการจัดเตรียมแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ สัญญา แบบแสดงรายการข้อมูลต่อแต่ละมลรัฐ และเอกสารที่เกี่ยวข้องกับแต่ละบริษัท ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายแก่ผู้จัดตั้งกองทุนหลายแสนดอลลาร์ ตาม Investment Company Act of 1940 ได้กำหนดให้กองทุนรวมต้องจดทะเบียนกับ SEC เป็น "registered investment company" และกำหนดให้กองทุนที่จัดตั้งใหม่ต้องมีสินทรัพย์อย่างน้อย 100,000 ดอลลาร์ เป็นเงินทุนก้อนแรกเพื่อตั้งต้นกิจการ ก่อนที่จะจำหน่ายหุ้นต่อประชาชน ซึ่งเงินทุนนี้มักจะให้โดยที่ปรึกษาการลงทุน หรือผู้สนับสนุนรายอื่นให้รูปแบบของเงินลงทุนเริ่มต้น ซึ่งแม้ว่ากองทุนรวมจะจัดตั้งด้วยเงินก้อนแรก ซึ่งเป็นของผู้จัดตั้งกองทุน แต่ก็จะมีการจัดการเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุนทุกคนที่ได้ซื้อหุ้นของกองทุน เมื่อกองทุนนั้นได้มีการจัดตั้งและเสนอขายต่อประชาชนแล้ว

²⁶ สรุปใจความสำคัญจาก Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book, [Online]. 2009. Available from: <http://www.ici.org> [2009, February 18] pp. 116-118

4. บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการกองทุนรวม²⁷

(1) ผู้ถือหุ้นลงทุน

ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนที่เป็นหุ้นมีสิทธิเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นบริษัทอื่นๆ โดยมีสิทธิลงคะแนนเรื่องต่างๆ ซึ่งรวมถึงการเลือกตั้งกรรมการ การให้ความเห็นชอบในการเปลี่ยนแปลงในสาระสำคัญของข้อสัญญาในสัญญาของกองทุน (fund's contract) กับปรึกษาการลงทุน เช่น การเพิ่มค่าธรรมเนียมในการจัดการ การเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์หรือนโยบายการลงทุน

(2) คณะกรรมการ (Board of Directors/ Board of trustees)

ผู้ถือหุ้นจะเลือกตั้งคณะกรรมการเพื่อกำกับดูแลกองทุน โดยคณะกรรมการจะมีได้เข้าไปเกี่ยวข้องกับการดำเนินการในลักษณะงานประจำวัน (day-to-day) ของกองทุน ซึ่งการดำเนินการในลักษณะงานประจำวันของกองทุนจะดำเนินการโดยที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) หรือผู้บริหารจัดการ (administrator) ตามสัญญาที่มีกับกองทุน

คณะกรรมการต้องดำเนินการกองทุนในลักษณะของบุคคลผู้รอบคอบมีเหตุผลจะใช้ในการดำเนินธุรกิจ (reasonably prudent person would take with his or her own business) มีการตัดสินใจที่ดีมีเหตุผล (sound business judgment) ให้ความเห็นชอบนโยบาย และกระบวนการที่จะทำให้องค์กรมีการปฏิบัติที่เป็นไปตามกฎหมาย ตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของการดำเนินการกองทุน และการดำเนินการของผู้ให้บริการ

นอกจากนี้ ในคณะกรรมการจะต้องมีกรรมการอิสระ ซึ่งจะต้องเป็นบุคคลที่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้จัดการกองทุน เพื่อที่จะสามารถตรวจสอบการดำเนินการของกองทุนได้อย่างเป็นอิสระ

(3) ที่ปรึกษาการลงทุน

ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่าที่ปรึกษาการลงทุนมักจะเป็นผู้จัดตั้งกองทุน (fund's initial sponsor) และเป็นผู้ถือหุ้นคนแรกโดยลงเงินลงทุนก้อนแรกเพื่อตั้งต้นกิจการ โดยในการลงทุน ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่จัดสรรและเลือกลงทุนตามวัตถุประสงค์ และนโยบายการลงทุนที่ได้ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลที่ได้ยื่นไว้กับ SEC

การจัดการกองทุนที่ปรึกษาการลงทุนจะอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการจะควบคุมที่ปรึกษาการลงทุนให้ปฏิบัติตาม

²⁷ *Ibid.* pp. 118-121

สัญญาให้คำปรึกษา และหนังสือชี้ชวนของกองทุนที่ได้เปิดเผยต่อผู้ลงทุนโดยดำเนินการอย่างต่อเนื่อง

(4) ผู้บริหารจัดการ

ผู้บริหารจัดการเป็นผู้ดำเนินการบริการบริหารทั่วไปแก่กองทุน โดยปกติผู้บริหารจัดการ คือที่ปรึกษาการลงทุนนั่นเองหรืออาจเป็นบุคคลอื่นก็ได้ การบริการรวมถึง การตรวจสอบการดำเนินการของบุคคลฝ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริการให้แก่กองทุน ทั้งนี้ เพื่อเป็นหลักประกันว่าการดำเนินการของกองทุนเป็นไปโดยชอบและตามข้อกำหนดของกฎหมาย หน้าที่โดยทั่วไปคือ การจัดหาสถานที่ตั้งสำนักงาน อุปกรณ์ บุคลากร จัดระบบบัญชีดำเนินการให้มีกระบวนการตรวจสอบภายในดำเนินการด้านภาษี การยื่นรายงานต่างๆ ต่อ SEC

(5) ผู้จัดจำหน่ายหลัก (Principal Underwriter)

กองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่ มักจะมีการออกหน่วยลงทุนใหม่ เสนอขายต่อประชาชนอย่างต่อเนื่อง ณ ราคาที่ขึ้นอยู่กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนบวกด้วยค่าธรรมเนียมการขาย โดยผู้จัดตั้งกองทุนอาจใช้ทางเลือกต่อไปนี้ในการจำหน่ายหน่วยลงทุน คือ

- จำหน่ายโดยตรงไปยังผู้ลงทุน
- จำหน่ายโดยอ้อมผ่านผู้จัดจำหน่ายหลัก แต่ผู้จัดจำหน่าย

อาศัยการดำเนินการของผู้อื่น คือผู้จำหน่าย ซึ่งอาจเป็นกลุ่มของนายหน้า บริษัทวางแผนทางการเงิน บริษัทประกัน หรือตัวแทนขายของธนาคาร

ผู้ลงทุนจะซื้อและไถ่ถอนหน่วยลงทุนผ่านทั้งช่องทางตรงและทางอ้อมผ่านผู้จำหน่ายของกองทุน ซึ่งเป็นผู้ที่จดทะเบียนตาม Securities Exchange Act of 1934 เป็นนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ ทำให้ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์อันเข้มงวดเกี่ยวกับการเสนอขาย และการขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุน

สัญญาระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักกับกองทุนที่จะซื้อหน่วยลงทุน และขายหน่วยลงทุนไปยังประชาชน จะต้องได้รับความเห็นชอบจากเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการอิสระและเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการทั้งหมดด้วย

(6) ผู้รับฝากทรัพย์สิน (Custodian)

กฎหมายกำหนดให้กองทุนรวมต้องมีการปกป้องทรัพย์สินในครอบครอง โดยฝากไว้กับผู้รับฝากทรัพย์สิน โดยเกือบทุกกองทุนรวมจะใช้ธนาคารเป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดต่างๆ ที่มีเพื่อปกป้องทรัพย์สินของกองทุน โดย SEC

กำหนดให้ธนาคารที่ทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากทรัพย์สินต้องแยกสินทรัพย์ในครอบครองของกองทุนรวม ออกจากทรัพย์สินของธนาคาร

(7) ตัวแทนโอน (Transfer Agent)

กองทุนรวมและผู้ถือหน่วยลงทุนต้องอาศัยการให้บริการของบุคคลที่สามที่เรียกว่าตัวแทนโอนในการเก็บรักษาบันทึกบัญชีผู้ถือหน่วยลงทุน คำนวณ และแจกจ่ายเงินปันผล และกำไรจากการขายทรัพย์สิน และจัดเตรียมและส่งรายงานบัญชีผู้ถือหน่วยลงทุน ข้อมูลเกี่ยวกับภาษีเงินได้ของรัฐ (federal income tax) และหนังสือแจ้งผู้ถือหน่วยลงทุนในเรื่องอื่นๆ ตัวแทนโอนบางบริษัทก็จัดเตรียม และส่งรายงานการยืนยันธุรกรรมผู้ถือหน่วยลงทุน (statements confirming shareholder transactions) และยอดบัญชีสุทธิ และจัดให้มีหน่วยงานบริการลูกค้าเพื่อตอบคำถามแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

5. การจดทะเบียนบริษัทเพื่อการลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลผู้ลงทุน

เช่นเดียวกับกฎหมายของ SEC ฉบับอื่นๆ วิธีการที่ Investment Company Act of 1940 ใช้ในการกำกับดูแลก็คือการกำหนดให้มาจดทะเบียน โดยข้อมูลส่วนใหญ่ที่กำหนดให้แจ้งในการจดทะเบียนจะคล้ายกับที่บริษัทได้ยื่นกับ SEC ตาม Securities Act of 1933 และตาม Securities Exchange Act of 1934 แต่ที่มีเพิ่มขึ้นคือจะต้องแจ้งเกี่ยวกับนโยบายบางเรื่องของบริษัท ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องอาศัยมติเสียงข้างมาก เช่น การกระจายการลงทุน การออกหลักทรัพย์บุริมสิทธิ (senior securities) การยืมและการให้กู้ยืมเงิน การมีส่วนร่วมจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือ commodities เป็นต้น

ผู้ออกหลักทรัพย์ที่เข้าตามนิยามบริษัทเพื่อการลงทุน “investment company” และไม่เข้าข้อยกเว้นใดๆ ก็จะต้องมาจดทะเบียนกับ SEC ตาม Investment Company Act of 1940 และยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ตาม Securities Act of 1933 โดยข้อมูลที่ยื่นจะแตกต่างจากบริษัททั่วไปคือ บริษัททั่วไปจะยื่นข้อมูลตาม Schedule A ของ Securities Act of 1933 แต่บริษัทเพื่อการลงทุนจะยื่นข้อมูลตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 24(a) และมาตรา 30²⁸ แห่ง Investment Company Act of 1940 และมาตรา 24(b) กำหนดให้กรณีที่กองทุนรวมได้ใช้เอกสารประกอบการขายใดๆ เพิ่มเติมจากข้อมูลที่มีอยู่ในหนังสือชี้ชวนก็จะต้องยื่นต่อ SEC ด้วย นอกจากนี้ เนื่องจากกองทุนรวมจะมีการเสนอขายอย่างต่อเนื่อง มาตรา 24(e) กำหนดให้วันมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูลของกองทุนรวมที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมนั้นถือ

²⁸ มาตรา 24(a) แห่ง Investment Company Act of 1940

เป็นวันเดียวกับวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลที่ใช้เมื่อเริ่มมีการเสนอขายต่อประชาชนมีผลใช้บังคับ²⁹

5.4.2 กฎหมายเกี่ยวกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

ภายหลังจากที่ได้มีการจดทะเบียนต่อ SEC แล้ว ขั้นตอนต่อไปก็คือการเสนอขายหน่วยลงทุนต่อผู้ลงทุนที่มีความประสงค์จะเข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนในบริษัทเพื่อการลงทุน โดยกฎหมายที่เข้ามามีบทบาทสำคัญ คือ Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 โดยมีสาระสำคัญ ดังนี้

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่า การจัดจำหน่ายและขายหุ้นหรือหน่วยลงทุนของบริษัทเพื่อการลงทุนอาจทำได้สองทางคือจำหน่ายโดยตรงไปยังผู้ลงทุน หรือจำหน่ายโดยอ้อมผ่านผู้จัดจำหน่ายหลัก โดยผู้จัดจำหน่ายอาศัยการดำเนินการของผู้อื่น คือผู้จำหน่าย ซึ่งอาจเป็นกลุ่มของนายหน้า บริษัทวางแผนทางการเงิน บริษัทประกัน หรือตัวแทนขายของธนาคาร

ในส่วนของผู้จัดจำหน่ายตาม Securities Act of 1933 มาตรา 2(11)³⁰ นิยาม “การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์” ว่าหมายถึง บุคคลซึ่ง (1) ซื้อหลักทรัพย์จากผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้ที่เกี่ยวข้องโดยมีเจตนาที่จะนำไปกระจายต่อ (with a view to the distribution) (2) เสนอขายหรือขายเพื่อผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับการกระจายหลักทรัพย์หรือออกเสนอขายหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์ หรือ (3) มีส่วนร่วมในการกระทำข้างต้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม ซึ่งตามกฎหมายฉบับดังกล่าวไม่มีบทบัญญัติกำหนดผู้ที่ทำหน้าที่จัดจำหน่ายหลักทรัพย์

²⁹ David L. Ratner, Securities Regulation, pp. 236-238

³⁰ มาตรา 2(11) The term "underwriter" means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors' or sellers' commission. As used in this paragraph the term "issuer" shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer.

ต้องมาจดทะเบียนหรือขอใบอนุญาต แต่กำหนดให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์ต้องยื่นขอจดทะเบียนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (registration statement)³¹ สำหรับในส่วนของผู้จำหน่ายที่เป็นผู้ประกอบธุรกิจนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ (broker-dealers) ที่ขายหุ้นของกองทุนรวมต่อประชาชนรวมถึงบุคคลากรที่เป็นผู้ติดต่อกับผู้ลงทุน (registered representatives) ต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ของ Securities Exchange Act of 1934³² ซึ่งกำหนดให้ผู้ที่จะประกอบธุรกิจการเป็นนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือบุคคลใดอื่นใดที่มีได้เกี่ยวข้องกับนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะกระทำการติดต่อสื่อสารไม่ว่าด้วยวิธีการใดๆ เพื่อให้เกิดการทำธุรกรรมหรือเพื่อชักชวนหรือมีเจตนาที่จะชักชวนให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ไม่ได้ (แต่ไม่รวมถึง exempted securities, commercial paper, banker's acceptance, หรือ commercial bills) เว้นแต่นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะได้จดทะเบียนตาม มาตรา 15(b) ต่อ SEC แล้ว³³

การจดทะเบียนเป็นนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ต่อ SEC จะต้องระบุรายละเอียดตามแบบฟอร์มที่กำหนด เช่น ชื่อที่จะใช้ในการประกอบธุรกิจ และรูปแบบของการจัดตั้ง ราชานามและที่อยู่ของพนักงานผู้บริหาร และรายการที่สำคัญเกี่ยวกับประวัติการกระทำ ความผิดอันเป็นคุณสมบัติ และลักษณะต้องห้ามของผู้ที่มายื่นขอจดทะเบียน

5.4.3 กฎหมายเกี่ยวกับการดำเนินการและการจัดการ

กฎหมายในส่วนนี้จะเกี่ยวข้องกับการดำเนินการและการจัดการเพื่อให้ REITs เป็นไปตามข้อกำหนดที่กฎหมายกำหนด ซึ่งครอบคลุมไปถึง REITs Subsidiary ซึ่งเป็นบริษัทที่ REITs ถือหุ้น 100% แต่ไม่รวมถึง TRS เนื่องจาก REITs Subsidiary นั้นไม่ถือเป็นนิติบุคคลที่แยกต่างหากออกจาก REITs ดังนั้นทรัพย์สิน ความรับผิดชอบ รายได้ ค่าใช้จ่ายทั้งหมดของ REITs Subsidiary ถือเป็นของ REITs โดยกฎหมายในส่วนนี้มีสาระสำคัญดังนี้

5.4.3.1 กฎหมายภาษีอากร

1. ลักษณะทั่วไปตามกฎหมายภาษีอากร

ข้อกำหนดเบื้องต้นของ REITs คือจะจ่ายเงินรายได้สุทธิทั้งหมดให้กับผู้ถือหุ้นโดยตรง เพื่อที่จะให้บริษัทมุ่งเน้นไปที่การเข้าถือครองกรรมสิทธิ์ใน

³¹ Securities Act of 1933 มาตรา 4(1) และมาตรา 5

³² Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book, [Online]. 2009. Available from: <http://www.ici.org> [2009, November 28] p. 116.

³³ Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 15(a) (1)

อสังหาริมทรัพย์มากกว่าที่จะเข้าไปพัฒนาหรือซื้อขายอสังหาริมทรัพย์เหล่านั้น ข้อกำหนดเบื้องต้นของ REITs ตาม Real Estate Investment Trust Act of 1960 กำหนดว่า REITs จะจัดตั้งขึ้นได้ต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้³⁴ ซึ่งแตกต่างจากบริษัททั่วไป คือ

1.1 ข้อกำหนดทั่วไป

(1) REITs จะต้องอยู่ในรูปของ บริษัทนิติบุคคล บริษัททรัสต์ หรือสมาคมเท่านั้น และจะต้องเสียภาษีในสถานะของบริษัทนิติบุคคล (เป็นคุณสมบัติที่ต้องดำรงไว้ในตลอดปีภาษี)

(2) REITs จะต้องบริหารจัดการโดยผู้ดูแลผลประโยชน์หรือผู้อำนวยการ 1 คนหรือมากกว่านั้น ไม่ว่าจะเป็ทรัสต์หรือกรรมการ (แล้วแต่กรณี) (เป็นคุณสมบัติที่ต้องดำรงไว้ในตลอดปีภาษี)

(3) หุ้นของ REITs จะต้องสามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้อย่างเสรี (เป็นคุณสมบัติที่ต้องดำรงไว้ในตลอดปีภาษี)

(4) REITs ต้องมีผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 100 คนขึ้นไป (เป็นคุณสมบัติที่ได้รับยกเว้นในปีแรก)

(5) ต้องไม่เป็นสถาบันการเงินตามที่กฎหมายกำหนดไว้ในมาตรา 582(c)(2)³⁵ และต้องไม่เป็นบริษัทประกันภัย (เป็นคุณสมบัติที่ต้องดำรงไว้ในตลอดปีภาษี)

³⁴ Section 856 Definition of real estate investment trust, and John P. Wiedemer and Joseph E. Goeters, “Real Estate Investment” 6th ed. (South-Western), p. 72 และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ฝ่ายกฎหมาย, หลักกฎหมาย REITs ของประเทศสหรัฐอเมริกา. กรุงเทพฯ 2552 (เอกสารไม่มีการตีพิมพ์)

³⁵ (i) any bank (and any corporation which would be a bank except for the fact it is a foreign corporation),

(ii) any financial institution referred to in section 591,

(iii) any small business investment company operating under the Small Business Investment Act of 1958, and

(iv) any business development corporation.

1.2 ข้อกำหนดเกี่ยวกับการลงทุนเรื่องรายได้ (Income

Test)

(1) ร้อยละ 95 ของรายได้ทั้งหมดมาจากเงินปันผล ดอกเบี้ย ค่าเช่าจากอสังหาริมทรัพย์ ส่วนต่างจากการขายหุ้น หลักทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์ (ซึ่งรวมถึงดอกเบี้ยจากอสังหาริมทรัพย์ และดอกเบี้ยจากการให้กู้ยืมเงินเพื่ออสังหาริมทรัพย์นั้นด้วย) รวมทั้ง Tax refunds ในอสังหาริมทรัพย์

(2) ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของรายได้ จะต้องมาจากค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ ดอกเบี้ยจากการจำนอง และผลกำไรที่เกิดจากการขายอสังหาริมทรัพย์หรือการขายหน่วยลงทุนของ REITs

ข้อยกเว้นของหลัก Income Test คือ หากในกรณีที่ corporation, trust, association ไม่สามารถดำรงคุณสมบัติตาม Income Test ได้ในปีภาษีใด อาจจะมีคุณสมบัติเป็น REIT ในปีภาษีนั้นได้ถ้า Corporation, trust, association นั้น แสดงได้ว่าการไม่ดำรงคุณสมบัติดังกล่าวภายในปีภาษีใดนั้น เป็นการตั้งใจที่จะดำเนินการตามกฎหมายระเบียบของ เลขานุการและการไม่สามารถดำรงคุณสมบัตินั้นเป็นการดำเนินการที่สมเหตุสมผลและไม่ได้ตั้งใจเพิกเฉย

1.3 ข้อกำหนดเกี่ยวกับการลงทุนเรื่องการถือครอง

หลักทรัพย์ (Asset Test)

ในแต่ละไตรมาสต้องดำรงคุณสมบัติตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

(1) ต้องลงทุนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ของทรัพย์สินทั้งหมดในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การถือเงินสด และการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

(2) ต้องไม่ถือหลักทรัพย์อื่นๆ (นอกเหนือจากหลักทรัพย์ของรัฐบาล) เกิน 25% ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมด

(3) ต้องไม่ถือหุ้นใน Taxable REIT Subsidiary (TRS) เกินร้อยละ 20 ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมด

อย่างไรก็ตามข้อกำหนดดังต่อไปนี้ไม่ใช้กับ TRS หรือหลักทรัพย์ของรัฐบาล³⁶

³⁶ Internal Revenue Code section 856(c)(4)(B)(iii)

(1) REITs ต้องไม่ถือหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเกินร้อยละ 5 ของทรัพย์สินทั้งหมดของบริษัทนั้น

(2) REITs ต้องไม่ถือหลักทรัพย์ของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง

(3) REITs ต้องไม่ถือหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเกินร้อยละ 10 ของหุ้นทั้งหมดของบริษัทนั้น

ข้อยกเว้นของหลัก Asset Test คือ ในกรณีที่ corporation, trust, association ไม่สามารถดำรงคุณสมบัติตาม 856(c)(4)(B)(iii) ได้ในไตรมาสใด อาจถือว่าได้ปฏิบัติตามเกณฑ์แล้วถ้า

- การไม่สามารถดำรงคุณสมบัติได้นั้นเป็นเหตุจากกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินซึ่งมีมูลค่าไม่เกินหรือน้อยกว่า 1% ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของ REIT นั้น และไม่เกิน 10 ล้านเหรียญ

- Corporation, trust, association นั้นได้จำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินนั้นเพื่อต้องการดำรงคุณสมบัติภายในระยะเวลา 6 เดือนนับจากวันสุดท้ายของไตรมาสที่ไม่สามารถดำรงคุณสมบัติดังกล่าวได้ หรือภายในระยะเวลาที่เลขาธิการกำหนด

- Corporation, trust, association นั้น แสดงได้ว่าการไม่ดำรงคุณสมบัติดังกล่าวภายในปีภาษีได้นั้น เป็นการตั้งใจเพื่อจะดำเนินการตามกฎระเบียบของเลขาธิการและการไม่สามารถดำรงคุณสมบัติได้นั้นเป็นการดำเนินการที่สมเหตุสมผลและไม่ได้ตั้งใจเพิกเฉย

- Corporation, trust, association นั้นได้จ่ายภาษีมากกว่า 50,000 USD

2. ภาษีของ REITs และผู้ถือหุ้น

ถ้า REITs ทำตามข้อกำหนดของกฎหมายภาษีอากรที่ตั้งไว้ข้างต้นทั้งหมด ก็จะไม่เสียภาษีเงินได้นิติบุคคลในส่วนของรายได้เฉพาะที่ไม่ได้ปันผลให้ผู้ถือหุ้นเท่านั้น เนื่องจากรายได้ที่แบ่งให้แก่ผู้ถือหุ้นก็จะเสียภาษีโดยผู้ถือหุ้น บริษัทไม่ต้องจ่ายภาษีสำหรับรายได้ส่วนนั้นแต่อย่างใด

แต่ถ้า REITs ได้กำไรจากการขายอสังหาริมทรัพย์ บริษัทมีทางเลือกที่จะเก็บกำไร ส่วนนั้นเอาไว้และจ่ายภาษีในอัตราของ corporate capital gain หรือจะ

แบ่งกำไรดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้น ซึ่งในกรณีนี้ผู้ถือหุ้นจะเป็นผู้เสียภาษี capital gain โดยที่บริษัทไม่ต้องเสียภาษีแต่อย่างใด

5.4.3.2 กฎหมายหลักทรัพย์ (Securities Laws)

ข้อกำหนดของกฎหมายหลักทรัพย์³⁷ มีดังต่อไปนี้

1. REITs จะต้องมิฉะนั้นผู้ดูแลผลประโยชน์หรือคณะกรรมการอย่างน้อย 3 คน โดยส่วนใหญ่จะต้องมีความเกี่ยวข้องทางธุรกิจกับ REITs ที่บริหาร
2. คณะกรรมการจะต้องอยู่ภายใต้กฎระเบียบที่ว่าด้วยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflict of interest)
3. ผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่จะแต่งตั้งหรือปลดคณะกรรมการ รวมทั้งสามารถที่จะเรียกประชุมผู้ถือหุ้นได้ และมีสิทธิในการขอดูรายงานทางบัญชีต่างๆ ของ REITs
4. ถ้า REITs มีการว่าจ้างที่ปรึกษาจากภายนอกมาช่วยบริหารจัดการ คณะกรรมการจะต้องมีหน้าที่ควบคุมดูแลที่ปรึกษาคนดังกล่าว
5. ต้องมีการกำหนดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการของบริษัท
6. ต้องมีข้อกำหนดและแบบแผนในการลงทุนหรือการจัดหาเงินทุนอย่างชัดเจน

5.5 การกำกับดูแล REITs

กฎหมายที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของประเทศสหรัฐอเมริกามีหลายฉบับ โดยฉบับที่สำคัญคือ Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Investment Company Act of 1940 และ Investment Advisers Act of 1940 ได้ตราขึ้นในช่วงธุรกิจกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกามีการสะดุดหยุดลง จากการล่มสลายของตลาดหุ้นในปี 1929 ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างกว้างขวางในตลาดหุ้น และในช่วงสงครามโลกครั้งที่สองในปี 1940 ซึ่งทำให้กองทุนรวมถดถอยเป็นอย่างมาก การออกกฎหมายเหล่านี้ก็เพื่ออุดช่องว่างของกฎหมายและคุ้มครองผู้ลงทุนให้ดีขึ้น โดยกฎหมายเหล่านี้มีส่วนสำคัญที่ทำให้ธุรกิจกองทุนรวมรอดพ้นจากวิกฤต ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหลังสงคราม ทำให้กองทุนรวมเติบโตกลับมาอีกครั้ง

³⁷ รุจพงษ์ ประภาสะโนบล, อ่างแล้ว เจริญธรรมที่ 1 น. 63

ในส่วนของกฎหมายที่สำคัญที่สุดคือ Investment Company Act of 1940 นั้นได้บัญญัติขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาของธุรกิจประเภทนี้ อันมีที่มาจากสภาพของสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อการลงทุน เพราะสินทรัพย์เหล่านั้นมีสภาพคล่องและเปลี่ยนมือได้ง่าย และการควบคุมกองทุนขนาดใหญ่ที่ประกอบด้วยเงินและหลักทรัพย์ ทำให้มีโอกาสในการแสวงหาประโยชน์จากการบริหารงานที่ไม่ซื่อสัตย์ได้ จากปัญหาของธุรกิจดังกล่าว และจากการศึกษาของ Securities and Exchange Commission (SEC) ตามมาตรา 30 แห่ง Public Utility Holding Company Act of 1935³⁸ ได้กำหนดให้ SEC ทำให้การศึกษา public-utility company และ investment companies นั้น SEC ได้พบพฤติกรรมกระทำผิดต่างๆ เกี่ยวกับธุรกิจนี้ จึงได้มีการยกร่าง Investment Company Act ขึ้น โดยมีพื้นฐานมาจากข้อสรุปและข้อเสนอแนะในการรายงานของ SEC ซึ่งบทบัญญัติเหล่านี้ได้บังคับใช้ต่อมาถึง 30 ปีโดยที่มิได้มีการแก้ไขใดๆ

ในปี 1962 Wharton School of Finance and Commerce ของ university of Pennsylvania ได้ดำเนินการวิจัยศึกษาตามที่ SEC มอบหมาย และในปี 1966 SEC ก็ได้ทำรายงานยื่นต่อ Congress ทำให้เกิดการแก้ไข Investment Company Act ในปี 1970 ซึ่งมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงอย่างมากมาย โดยภายหลังในปี 1980 ได้มีการออก Small Business Investment Incentive Act แก้ไข Investment Company Act of 1940 อีกเพื่อลดบทบัญญัติที่เป็นข้อจำกัดใน interest of financing ของธุรกิจร่วมทุนขนาดเล็ก (small business venture)

ในช่วงศตวรรษ 1970-1980 ธุรกิจกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกาได้มีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงอย่างเป็นลำดับ ไม่ว่าจะเป็นการพัฒนาหลักทรัพย์ที่มีการไปลงทุนที่หลากหลาย การกระจายความเสี่ยงในการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ พันธบัตรรัฐบาล ทำให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกมากขึ้น โดยการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญเป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในเรื่องค่าใช้จ่ายในการจัดการลงทุน จากเดิมในช่วงปี 1960 กองทุนรวมส่วนใหญ่จะเป็นแบบ Load fund ซึ่งเป็นกองทุนที่จัดเก็บค่าธรรมเนียมที่เรียกว่า "Load" เนื่องจาก

³⁸ รายงานของ SEC เกี่ยวกับการศึกษา Investment trust และ Investment Companies มี 5 ส่วนได้แก่ (1) the nature, Classifications, and Origins of Investment trusts and investment companies (2) Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies (3) Abuse and Deficiencies in the Organization and Operation of Investment Trusts and Investment Companies (4) Control and Influence over industry and Economic Significance of Investment Companies (5) Conclusions and Recommendations

กองทุน Load fund จะมีการว่าจ้าง Broker ในการขายหน่วยลงทุน จึงทำให้มีค่าใช้จ่ายส่วนนี้มาก จนกระทั่งช่วงปี 1970-1980 ผู้ลงทุนเบนความสนใจการลงทุนไปลงทุนในกองทุนประเภท No-Load fund มากขึ้น เนื่องจากกองทุนประเภทนี้จะขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง ทำให้ปลอดจากภาระค่าใช้จ่ายในส่วนนี้จึงมีผลให้การประกอบการดีกว่า จนในที่สุดกองทุนประเภท Load fund ต้องหันมาเปลี่ยนการดำเนินการในรูปแบบ No-load fund มากขึ้น จนในปัจจุบันกองทุนประเภท Load fund เหลือจำนวนน้อยลง³⁹

รายละเอียดของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลธุรกิจการจัดการลงทุน และบริษัทเพื่อการลงทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาในปัจจุบัน มีดังต่อไปนี้⁴⁰

1. Investment Company Act of 1940

Investment Company Act เป็นกฎหมายที่กำหนดมาตรฐานการกำกับดูแลสำหรับธุรกิจบริษัทเพื่อการลงทุน ที่ต้องมีข้อกำหนดบางประการที่มากกว่าการเปิดเผยข้อมูลตาม Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 โดยตัวบริษัทเพื่อการลงทุนเอง นั้นประกอบธุรกิจด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทอื่น จัดเป็นสถาบันสื่อกลางของประชาชน ในการลงทุนร่วมกันในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยเหตุผลสำคัญของการมีบริษัทเพื่อการลงทุน คือ กระจายความเสี่ยง โดยตามทฤษฎีบริษัทเพื่อการลงทุนเปรียบเสมือนที่ปรึกษาการลงทุนของผู้ที่มีรายได้น้อย

บทบัญญัติของ Investment Company Act มีสาระเกี่ยวกับการกำกับดูแลบริษัทเพื่อการลงทุนซึ่งเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการที่มีความซับซ้อน โดยกำหนดให้บริษัทต้องมีการเปิดเผยฐานะการเงินและนโยบายการลงทุนและ SEC ทั้งในขณะที่มีการขายหุ้น และเปิดเผยเป็นประจำ ภายหลังจากนั้น กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนเกี่ยวกับกองทุน วัตถุประสงค์ในการลงทุน โครงสร้างบริษัทเพื่อการลงทุน และการดำเนินการ ทั้งนี้ SEC จะมิได้กำกับการตัดสินใจหรือกิจกรรมใดๆ ของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน

³⁹ Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulation, Volume I, 3rd ed. (Boston: Little, Brown and company, 1990) pp. 247-248.

⁴⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, The Laws that Govern the securities Industry [online]. 2009. Available from: <http://www.sec.gov/about/laws/shtml> [2009, January 28].

2. กฎหมายของมลรัฐ (Blue-Sky Law)

นอกจาก Investment Company Act ซึ่งเป็นกฎหมายของรัฐบาลกลางในการกำกับควบคุมธุรกิจจัดการลงทุนแล้ว บริษัทเพื่อการลงทุนที่ประสงค์จะขายหน่วยลงทุนในมลรัฐใด ก็ต้องจดทะเบียนกับมลรัฐนั้นด้วย ตามบทบัญญัติกฎหมายของแต่ละมลรัฐ

3. Securities Act of 1933

กฎหมายฉบับนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญสองประการคือ (ก) กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน และข้อมูลอื่นที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนแก่ผู้ลงทุน และ (ข) ป้องกันการหลอกลวง การแสดงข้อความอันเป็นเท็จ และการฉ้อฉลอื่นๆ ในการขายหลักทรัพย์

โดยทั่วไปแล้วหลักทรัพย์ที่เสนอขายในประเทศสหรัฐอเมริกาจะต้องมีการจดทะเบียน โดยแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ (registration statement) และหนังสือชี้ชวน จะเปิดเผยต่อประชาชนทันทีที่ได้ยื่นต่อ SEC อย่างไรก็ดี มีข้อยกเว้นที่การเสนอขายหลักทรัพย์ในบางกรณีไม่ต้องจดทะเบียน ได้แก่ (ก) การเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด หรือเสนอขายต่อผู้ลงทุนสถาบัน (ข) การเสนอขายหลักทรัพย์ที่มีจำนวนจำกัดตามที่กฎหมายกำหนด (ค) การเสนอขายภายในรัฐ (intrastate offering) และ (ง) หลักทรัพย์ของเทศบาล รัฐ และรัฐบาลกลาง

4. Securities Exchange Act of 1934

กฎหมายฉบับนี้บัญญัติเกี่ยวกับการจัดตั้ง Securities and Exchange Commission (SEC) และให้อำนาจ SEC อย่างกว้างขวางในการดูแลทุกแง่มุมของธุรกิจหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงอำนาจในการจดทะเบียน กำกับดูแล และควบคุมบริษัทนายหน้า (broker-dealers) ซึ่งรวมถึงผู้จัดจำหน่ายหน่วยลงทุนหลัก (mutual fund principal underwriter) และบุคคลอื่นที่ขายหน่วยลงทุน ตัวแทนโอน (transfer agent) สำนักหักบัญชี (clearing agencies) และองค์กรกำกับดูแลตนเอง (SROs) ทางด้านหลักทรัพย์ระดับชาติ โดยตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ นั้น จัดเป็นพวก SROs เช่น New York Stock Exchange, American Stock Exchange และ Nation Association of Securities Dealers ซึ่งเป็นผู้ดำเนินการระบบ NASDAQ

นอกจากที่กล่าวมาแล้ว กฎหมายฉบับนี้ได้ระบุห้ามการกระทำ (conduct) บางประเภทในตลาด บัญญัติให้ SEC มีอำนาจทางวินัย (Disciplinary power) ในการกำกับดูแลองค์กรที่เกี่ยวข้อง และบัญญัติให้ SEC เรียกให้บริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในหมู่ประชาชน ส่งข้อมูลตามที่กำหนดได้

5. Investment Advisers Act of 1940

กฎหมายฉบับนี้เป็นเรื่องเกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ปรึกษาการลงทุน โดยกำหนดให้บริษัท หรือบุคคลธรรมดาที่เป็นที่ปรึกษาการลงทุน (sole practitioners) ที่ได้รับค่าตอบแทนจากการให้คำแนะนำบุคคลอื่นเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์จะต้องมาจดทะเบียนกับ SEC และปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ออกมาเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งโดยทั่วไปแล้วที่ปรึกษาการลงทุนที่มีสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการอย่างน้อย 25 ล้านดอลลาร์ จะต้องมาจดทะเบียนกับ SEC

ในบรรดากฎหมายที่กล่าวมาข้างต้น กฎหมายที่สำคัญที่สุดคือ Investment Company Act ซึ่งกำหนดบทบัญญัติเกี่ยวกับประเภทและลักษณะของบริษัทเพื่อการลงทุน การดำเนินและการเปิดเผยข้อมูล โดยบริษัทเพื่อการลงทุนต้องจดทะเบียนกับ SEC ภายใต้กฎหมายดังกล่าว และจะต้องจดทะเบียนบริษัทเพื่อการลงทุนภายใต้กฎหมายของมลรัฐ (Blue-sky Law) ที่จะมีการเสนอขายหน่วยลงทุน นอกจากนี้เมื่อจะขายหน่วยลงทุนต่อประชาชน ก็จะต้องจดทะเบียนกับ SEC ตาม Securities Act โดยต้องมีการเปิดเผยข้อมูลและจัดจำหน่ายตาม Securities Exchange Act และมีที่ปรึกษาการลงทุนซึ่งจดทะเบียนภายใต้ investment Advisers Act

ในการจัดการกิจการของบริษัทเพื่อการลงทุนนั้นมีความแตกต่างจากบริษัททั่วไป คือบริษัททั่วไปจะจัดการโดยพนักงานของบริษัทเอง ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริษัท ในขณะที่บริษัทเพื่อการลงทุนโดยปกติจะจัดการโดยบุคคลต่างหาก โดยทำสัญญาจ้างบุคคลภายนอก ซึ่งก็คือ ที่ปรึกษาการลงทุน ทำหน้าที่จัดการและให้บริการคำปรึกษาแก่บริษัทเพื่อการลงทุนโดยได้รับค่าธรรมเนียม โดยข้อเท็จจริงทางปฏิบัติแล้วกระบวนการคือ ที่ปรึกษาการลงทุน (ห้างหุ้นส่วนหรือบริษัทเอกชนหรือบริษัทมหาชน) จะจัดตั้งกองทุนรวมขึ้นมาเป็น “Corporate shells” เพื่อเป็นเครื่องมือในการรวมเงินลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย⁴¹

การกำกับดูแลเกี่ยวกับการจัดการบริษัทเพื่อการลงทุน มีกำหนดไว้ในกฎหมายหลายฉบับ ในส่วนการทำหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อบริษัทเพื่อการลงทุน จะกำหนดใน Investment Company Act of 1940 ในส่วนการกำกับดูแลโดยกำหนดให้บุคคลหรือบริษัทที่มีลักษณะตามนิยาม “investment adviser” ต้องมาจดทะเบียนกับ SEC และกำกับดูแลเรื่องอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาการลงทุน จะกำหนดใน Investment Advisers Act of 1940 และ Securities Exchange Act of 1934 ดังมีรายละเอียด ดังนี้

⁴¹ David L. Ratner, Securities Regulation, p. 226

1. การกำกับดูแลการทำหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อบริษัทเพื่อการลงทุน
ข้อกำหนดที่กำกับดูแลการจัดการบริษัทเพื่อการลงทุนเกี่ยวกับสัญญาจ้างที่
ปรึกษาการลงทุนบัญญัติใน Investment Company Act of 1940 โดยมีสาระสำคัญดังนี้

(1) ห้ามมิให้ผู้ใดกระทำการในลักษณะที่เป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อบริษัทเพื่อ
การลงทุน เว้นแต่เป็นไปตามที่ได้ทำสัญญาเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างกัน

(2) เงื่อนไขและข้อสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุน จะต้องมียุทธศาสตร์ 4
ประการคือ

(2.1) สัญญาจะต้องชัดเจน โดยจะต้องระบุถึงค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่อาจ
เกิดขึ้น

(2.2) สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดว่า สัญญานี้จะมีผลต่อไปนานกว่า 2 ปี
ได้เฉพาะกรณีที่เกิดกรณีการหรือผู้ถือหุ้นลงทุนอนุมัติให้ต่อ

(2.3) สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทหรือผู้ถือหุ้น
ลงทุนเสียงข้างมากมีอำนาจบอกเลิกสัญญานี้ได้ ไม่ว่าจะเวลาใดๆ ก็ตามโดยมีข้อควร
พิจารณาจากการเลิกสัญญาหากได้แจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้า 60 วัน

(2.4) สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดให้สัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุน
สิ้นสุดลง เมื่อมีการโอนหน้าที่ตามสัญญา⁴²

(3) กำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่ในทางสุจริต ในการให้คำปรึกษา
และจะต้องชดเชยค่าเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยที่ปรึกษาการลงทุนเองหรือโดยผู้ที่เกี่ยวข้องกับตน
หากมีการละเมิดหน้าที่หรือปฏิบัติโดยทุจริตแล้ว ผู้ถือหุ้นลงทุนหรือ SEC ก็สามารถดำเนินการ
ตามกฎหมายได้⁴³

(4) การเปลี่ยนแปลงใดๆ ในสาระของสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุน
จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นลงทุน

สัญญาที่กระทำไปโดยฝ่าฝืนบทบัญญัติกฎหมายนี้จะใช้บังคับแก่คู่สัญญา
ใดๆ หรือบุคคลที่มีคู่สัญญาซึ่งได้สิทธิจากสนธิสัญญา โดยรัฐข้อเท็จจริงแห่งการฝ่าฝืนบทบัญญัติ
กฎหมายนี้มิได้ เว้นแต่ศาลเห็นว่า ตามสถานการณ์นั้นหากได้มีการบังคับตามสัญญาแล้ว จะ

⁴² ตามมาตรา 15(a) แห่ง Investment Company Act of 1940

⁴³ ตามมาตรา 36(b) แห่ง Investment Company Act of 1940

ก่อให้เกิดผลที่ยุติธรรมมากกว่าการไม่บังคับตามสัญญา และจะไม่เป็นการขัดต่อวัตถุประสงค์ของบัญญัติกฎหมายนี้⁴⁴

ทั้งนี้ผู้ที่ดำเนินการให้คำปรึกษาการลงทุนต่อบริษัทเพื่อการลงทุนจะต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC เว้นแต่จะได้รับการยกเว้น

ในส่วนของ Investment Advisers Act of 1940 นั้น กำหนดให้บุคคลหรือบริษัทที่มีลักษณะตามนิยาม “investment adviser” ต้องมาจดทะเบียนกับ SEC เว้นแต่จะได้รับการยกเว้นหรือต้องห้ามมิให้จดทะเบียน

โดยทั่วไปแล้วเฉพาะแต่ที่ปรึกษาการลงทุนรายใหญ่ที่มีสินทรัพย์อยู่ภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ หรือที่ให้คำแนะนำแก่ลูกค้าที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุนจะได้รับอนุญาตให้จดทะเบียนกับ SEC ส่วนที่ปรึกษาการลงทุนรายเล็กกว่านั้นก็จะจดทะเบียนภายใต้กฎหมายรัฐ (state law) กับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของรัฐ (state securities authorities)

2. การกำกับดูแลโดยการจดทะเบียนในเรื่องอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

(1) ความหมายของที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 202(a) (11) ได้นิยามความหมายของที่ปรึกษาการลงทุนไว้ว่า หมายถึง บุคคล⁴⁵ ใดๆ ที่ประกอบธุรกิจด้านการให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่น ไม่ว่าจะโดยตรงหรือโดยผ่านสิ่งพิมพ์หรือข้อเขียน เกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์ หรือความเหมาะสมของการลงทุน การขาย หรือหารซื้อหลักทรัพย์ โดยได้รับค่าตอบแทน หรือบุคคลใดๆ ที่ออก หรือเผยแพร่บทวิเคราะห์ หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์เป็นทางค้าปกติ โดยได้รับค่าตอบแทน

⁴⁴ ตามมาตรา 47 แห่ง Investment Company Act of 1940

⁴⁵ ตามมาตรา 202(a) (16) ของ Investment Advisers Act “person” หมายความว่า บุคคลธรรมดา หรือ company และตามมาตรา 202(a) (16) “Company” หมายความว่า บริษัท (corporation) ห้างหุ้นส่วน (partnership) องค์การ (association) บริษัทร่วมทุน (joint-stock company) ทรัสต์ หรือกลุ่มบุคคลอื่นใด ไม่ว่าจะจดทะเบียนเป็นบริษัท หรือไม่ก็ตาม หรือผู้พิทักษ์ทรัพย์ (receiver) ทรัสต์ในการล้มละลาย หรือตัวแทนชำระบัญชี ในการปฏิบัติงานภายใต้อำนาจหน้าที่นั้นๆ

(2) ข้อยกเว้นกรณีที่ไม่อยู่ภายใต้ความหมายของที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 202(a) (11) (A)-(F) ได้กำหนดให้บุคคลบางประเภทแต่ไม่รวมถึง (A) ธนาคาร (B) นักกฎหมาย นักบัญชี วิศวกร หรืออาจารย์ซึ่งการให้บริการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของการปฏิบัติหน้าที่ปกติของตน (C) นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ให้บริการดังกล่าวเป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการปกติของตนโดยไม่ได้รับค่าธรรมเนียมพิเศษ⁴⁶ (D) เจ้าของหนังสือพิมพ์ วารสาร หรือสิ่งพิมพ์ทางธุรกิจหรือการเงิน ซึ่งเผยแพร่อยู่ทั่วไปและเป็นประจำ (general and regular) (E) บุคคลที่ให้คำแนะนำ วิเคราะห์ หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เป็นของรัฐบาล หรือประกันโดยรัฐบาล (F) บุคคลอื่นๆ ตามที่ SEC ได้ออกกฎเกณฑ์กำหนด⁴⁷ เมื่อพิจารณาเห็นว่าบุคคลดังกล่าวมิใช่ผู้ที่อยู่ในเจตนารมณ์ของ Investment Advisers Act ที่จะควบคุม

(3) ข้อยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 203(a) บุคคลใดได้ดำเนินการที่มีลักษณะตามหลักเกณฑ์การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC เว้นแต่บุคคลดังกล่าวได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203(b) อย่างไรก็ตาม บุคคลที่ได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนอาจขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนกับ SEC ได้

⁴⁶ แม้ว่านายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะได้รับการยกเว้นจาก Investment Advisers Act แต่หากได้คำแนะนำที่เป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้อง ก็จะต้องปฏิบัติตามที่ตามหลักการให้คำแนะนำที่เหมาะสมกับผู้ลงทุน (suitability) หลักการทำความรู้จักกับผู้ร่วมลงทุน (know your customer) และหลักทำความรู้จักสินค้าที่ลงทุน (know your merchandise) ในการให้คำแนะนำแก่ลูกค้าด้วย (Thomas L Hazen, the Law of Securities Regulation, p. 1027)

⁴⁷ SEC ได้ใช้อำนาจในการออกเกณฑ์กำหนดยกเว้นสำหรับการพิมพ์เผยแพร่ (publications) และการให้คำแนะนำด้วยวาจา (oral recommendations) ของนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ โดยสามารถกระทำดังกล่าวได้แม้ว่าจะไม่เป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับบริการการเป็นนายหน้า และเป็นไปเพื่อค่าธรรมเนียมต่างหาก การยกเว้นนี้เป็นส่วนเสริมจากการยกเว้นให้การบริการที่เกี่ยวข้องโดยปราศจากค่าธรรมเนียม (Thomas L Hazen, the Law of Securities Regulation, p. 1031)

อนึ่ง ตามมาตรา 203A(1) กำหนดห้ามมิให้ SEC รับผิดชอบเบี่ยงบุคคลที่เข้าหลักเกณฑ์ตามที่กำหนดเป็นที่ปรึกษาการลงทุนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลของมลรัฐ (state authorities) ที่ตนประกอบกิจการ เว้นแต่กรณี ที่ปรึกษาการลงทุนรายนั้นมีลูกค้าเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน (investment companies) หรือที่ปรึกษาการลงทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ ที่ปรึกษาการลงทุนรายนั้นก็ต้องมาจดทะเบียนกับ SEC

สำหรับกรณียกเว้นตามมาตรา 203(b) ได้แก่กรณีหนึ่งกรณีใดดังต่อไปนี้

(1) ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีลูกค้าทั้งหมดเป็นผู้ที่มีถิ่นที่อยู่ในมลรัฐที่สำนักงานใหญ่ และสถานประกอบการของที่ปรึกษาการลงทุนตั้งอยู่ และไม่ได้ให้คำแนะนำหรือออกผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติแห่งหนึ่งแห่งใด (any national securities exchange)

(2) ที่ปรึกษาการลงทุนที่ให้คำแนะนำแก่บริษัทประกันภัยเท่านั้น

(3) ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีจำนวนลูกค้าน้อยกว่า 15 รายในระยะเวลา 12 เดือนที่ผ่านมาโดยมิได้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทเพื่อการลงทุน หรือ Business development company ที่จดทะเบียนตาม Investment Company Act และไม่มี การแสดงตนในอันที่จะประกอบธุรกิจ (hold himself out) ที่ปรึกษาทางการเงินต่อสาธารณะ

(4) ที่ปรึกษาการลงทุนที่เป็นองค์กรการกุศล (charitable organization) ตามที่นิยามไว้ในมาตรา 3(c)(10)(D) ของ Investment Company Act⁴⁸ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องหรือเป็นลูกจ้างขององค์กรการกุศล และให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่อเฉพาะบุคคลบางประเภทเท่านั้น เช่น องค์กรการกุศล กองทุนที่ได้รับยกเว้นออกจากรายการ investment company ตามมาตรา 3(c)(10)(B) เป็นต้น

(5) ที่ปรึกษาการลงทุนที่จดทะเบียนกับ Commodity Futures Trading Commission ในฐานะเป็น commodity trading advisor โดยการประกอบธุรกิจหลักและการกระทำจะต้องมิใช่ในลักษณะการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

⁴⁸ ตามมาตรา 3(c)(10)(D) แห่ง Investment advisers Act of 1940 “charitable organization” หมายความว่า องค์กรตามที่ระบุไว้ในมาตรา 170(c)(1)-(5) หรือ มาตรา 501(c)(3) ของ Internal Revenue Code of 1986

5.6 การคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนของ REITS

ตาม Investment Company Act of 1940 และกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SEC (นอกจากตาม Investment Company Act of 1940 และกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SEC แล้ว the Investment Company Institute's Board of Governors ได้ออก Best Practices for Fund Directors เพื่อวางแนวทางปฏิบัติที่ดีในเรื่องนี้อีกด้วย) ได้กำหนดให้มีการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องผ่านการทำหน้าที่ของคณะกรรมการ (board of directors/ board of trustees) ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบระมัดระวังผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน

บริษัทเพื่อการลงทุนมักจะจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัท (corporation) หรือทรัสต์ธุรกิจ (business trust) ซึ่งมีลักษณะเหมือนบริษัท มีคณะกรรมการที่จะดูแลการประกอบธุรกิจของบริษัทเพื่อการลงทุนว่าได้ปฏิบัติตามนโยบายของบริษัทเช่นเดียวกับบริษัททั่วไป แต่จากการที่บริษัทเพื่อการลงทุนมีความแตกต่างจากธุรกิจอื่น องค์ประกอบและหน้าที่ของกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนจึงมีความแตกต่างจากบริษัททั่วไป ดังต่อไปนี้

1. องค์ประกอบของคณะกรรมการ และประเภทของกรรมการ

ผู้ถือหุ้นเป็นผู้เลือกตั้งกรรมการ โดยองค์ประกอบของคณะกรรมการมีสองส่วนคือ กรรมการที่มีส่วนได้เสีย (interested directors) และกรรมการอิสระ (independent directors) โดยกรรมการที่มีส่วนได้เสียมักจะเป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุน ส่วนกรรมการอิสระจะต้องมีไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุนหรือผู้จัดการจำหน่าย เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ตรวจสอบการจัดการบริษัทได้อย่างเป็นอิสระ

ตาม Investment Company Act of 1940 กำหนดให้อย่างน้อย 40% ของคณะกรรมการจะต้องมีกรรมการซึ่งไม่เป็นผู้ที่เกี่ยวข้องกับกองทุน ที่ปรึกษาการลงทุน และผู้จัดการจำหน่ายหลัก แต่ในกรณีที่ผู้จัดการจำหน่ายหลักเป็นผู้เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุน กรรมการเสียงข้างมากของบริษัทจะต้องเป็นกรรมการอิสระ

คุณสมบัติของกรรมการอิสระคือ จะต้องไม่เป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุนหรือเป็นญาติสนิทกับบุคคลที่เป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุน ไม่เป็นลูกจ้างหรือผู้ถือหุ้นตั้งแต่ 5% ขึ้นไปของผู้ประกอบธุรกิจนายหน้า และคำหลักทรัพย์ หรือไม่มีความเกี่ยวข้องกับที่ปรึกษากฎหมายของกองทุนโดนส่วนใหญ่กรรมการอิสระมักจะเป็นบุคคลที่มีชื่อเสียง มีประสบการณ์ทางธุรกิจ การเมือง วิชาการที่กว้างขวาง และมักจะมีหน้าที่การงานและประสบการณ์ที่โดดเด่น ซึ่งการที่มีคุณสมบัติเช่นนี้จะทำให้มีความเหมาะสมกับตำแหน่ง เพราะบุคคลเหล่านี้จะต้องปฏิบัติหน้าที่

ในการตัดสินใจทางธุรกิจที่เป็นอิสระแทนกองทุน และผู้ถือหุ้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และ
 อุตสาหะ

กรรมการอิสระมีบทบาทที่สำคัญมากในบริษัทเพื่อการลงทุน ซึ่ง SEC ได้เพิ่ม
 หน้าที่ความรับผิดชอบแก่กรรมการอิสระในการตรวจสอบระมัดระวังผลประโยชน์ของผู้ลงทุนมา
 โดยลำดับ ทำให้เห็นว่า หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศสหรัฐอเมริกาตระหนักถึงความสำคัญ
 ของการจัดการกำกับดูแลด้วยวิธีทางนี้⁴⁹

2. ประเภทของคณะกรรมการ และคณะอนุกรรมการ

ที่ปรึกษาการลงทุนส่วนใหญ่จะมีกองทุนที่อยู่ภายใต้การจัดการหลายกองทุน ซึ่ง
 แต่ละกองทุนจะมีนโยบายการลงทุนและกลยุทธ์การลงทุนของตนเอง ซึ่งเรียกว่า “fund
 complexes” หรือ “fund families” ซึ่งพวกกองทุนเหล่านี้มักใช้โครงสร้างแบบคณะกรรมการ
 ร่วมกัน (pooled board structure หรือ clustered board structure) คือ มีกลุ่มบุคคลกลุ่มเดียว
 ทำหน้าที่ดูแลกองทุนทุกกองทุนที่อยู่ใน fund family เดียวกัน ซึ่งเหตุผลประการหนึ่งที่มีการจ้าง
 คณะกรรมการแบบร่วมกันนี้คือ เพื่อป้องกันความซ้ำซ้อนของนำเสนอและถกเถียงประเด็นที่มี
 ลักษณะร่วมกันของกองทุนในกลุ่มเดียวกัน เช่น เรื่องเกี่ยวกับการให้บริการผู้ถือหุ้น การตรวจสอบ
 ภายใน เป็นต้น

จากการที่การบริหารธุรกิจกองทุนมีปริมาณและความซับซ้อนมากคณะกรรมการ
 บริษัทจึงมักจะแต่งตั้งคณะอนุกรรมการขึ้นเพื่อจัดการเรื่องเฉพาะต่างๆ ซึ่งคณะอนุกรรมการก็จะ
 มักจะมีการประชุมย่อยแยกต่างหาก จากการประชุมคณะกรรมการ โดยในคณะอนุกรรมการ
 จำเป็นที่จะต้องมีองค์ประกอบของกรรมการอิสระอยู่ด้วย และในบางคณะอนุกรรมการจะประกอบ
 ไปด้วยกรรมการอิสระเท่านั้น

ในทางปฏิบัติปกติของธุรกิจนี้ แม้ว่าจะไม่มีกฎหมายกำหนดไว้ คณะกรรมการจะ
 ตั้งคณะอนุกรรมการตรวจสอบ (audit committee) เพื่อดูแลรายงานทางการเงิน (financial
 reporting) และการตรวจสอบภายในของกองทุน และมักจะตั้งคณะอนุกรรมการบรรษัทภิบาล

⁴⁹ Investment Company Institute, Understanding the Role of Mutual Fund
 Directors, [Online] 2008. Available from : http://www.ici.org/funds/inv/bro_mf_directors.pdf
 (2008, December 29) pp.5-7

(corporate governance committee) ซึ่งจะมีกรรมการอิสระเป็นองค์ประกอบหลัก ส่วนคณะกรรมการด้านอื่นๆ ที่มีการตั้งก็เช่น ด้านนายหน้า ด้านการลงทุน ด้านผลตอบแทน เป็นต้น กฎหมายกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนมีการประชุมกันอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งจะทำให้คณะกรรมการได้ทราบเกี่ยวกับกิจการของกองทุน ได้สอบถามและลงคะแนนเสียงกันในประเด็นสำคัญของกองทุน และผู้ถือหุ้นของกองทุน ซึ่งคณะกรรมการส่วนใหญ่จะจัดประชุมกันเป็นการเฉพาะเพื่อหารือ และจัดการเรื่องที่อยู่ในความรับผิดชอบเฉพาะของตนเองก็ได้⁵⁰

3. หน้าที่ของกรรมการ

จากการที่กรรมการของบริษัทเพื่อการลงทุนมีหน้าที่ระมัดระวังดูแลเงินของผู้ถือหุ้น กฎหมายจึงกำหนดมาตรฐานการปฏิบัติเป็นอย่างสูงแก่กรรมการบริษัทในการดำเนินการที่อยู่ภายใต้ความรับผิดชอบ คือจะต้องปฏิบัติงานโดยใช้ความรู้ความสามารถ ความชำนาญให้ได้ระดับนั้น และหน้าที่ความซื่อสัตย์สุจริต ทำให้กรรมการได้รับการคาดหวังว่าจะต้องได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจทางธุรกิจ⁵¹ ซึ่งหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนมีดังต่อไปนี้⁵²

3.1 การจัดการพอร์ตการลงทุน (Portfolio management)

หน้าที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งของกรรมการ คือ การตรวจสอบดูแลว่าพอร์ตการลงทุนของกองทุนได้รับการจัดการอย่างไร โดยความรับผิดชอบของกรรมการมีใน 5 เรื่อง คือ 1) การประเมินผลการดำเนินการ (Performance evaluation) 2) การอนุมัติสัญญา (Contract approval) 3) การอนุมัติค่าธรรมเนียม (Fee Approval) 4) การกำหนดราคาหน่วยลงทุน (Pricing the fund's Shares) และ 5) การตรวจสอบการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (Oversight compliance)

3.2 การจัดจำหน่ายหน่วยลงทุน (Share distribution)

การจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนของกองทุนมีความสำคัญ Investment Company Act of 1940 จึงได้กำหนดหน้าที่ให้กรรมการอิสระเกี่ยวกับการอนุมัติสัญญาจัดจำหน่าย (underwriting contract) และจากการที่บางกองทุนรวมจ่ายค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่าย

⁵⁰ *Ibid.*, pp. 7-8

⁵¹ *Ibid.*, p. 11

⁵² *Ibid.*, pp. 14-21

เช่น ค่าโฆษณา การตลาด เป็นต้น ซึ่งจะต้องเป็นไปตาม SEC Rule 12b-1 โดยกรรมการมีหน้าที่หลายประการเกี่ยวกับการจ่ายเงินเหล่านี้

3.3 ธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง (Affiliated transactions)

แนวคิดในการห้ามหรือจำกัดการทำธุรกรรมของบุคคลที่เกี่ยวข้องกันคือที่ปรึกษาการลงทุน และบุคคลหรือธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กับที่ปรึกษาการลงทุน เป็นวิธีการที่เป็นหัวใจสำคัญประการหนึ่งของกํากับดูแลบริษัทเพื่อการลงทุนที่ Investment Company Act of 1940 จัดให้มีเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน

ธุรกรรมระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องบางประการต้องห้ามมิให้กระทำ และบางประเภทจะกระทำได้ตามกฎของ SEC กำหนดไว้เท่านั้น โดยกรรมการจะต้องเป็นผู้อนุมัติและทบทวนกระบวนการที่จะทำให้เชื่อมั่นในการตรวจสอบและ เช่น ธุรกรรมที่กองทุนไปซื้อหลักทรัพย์จากผู้จัดจำหน่ายที่เป็นผู้ที่เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกองทุนที่อยู่ภายใต้การจัดการของที่ปรึกษาการลงทุนเดียวกัน เป็นต้น

4. ค่าตอบแทนกรรมการ

กองทุนจะจ่ายค่าตอบแทนการปฏิบัติงานให้แก่กรรมการโดยกรรมการจะเป็นผู้กำหนดค่าตอบแทนของตน โดยมีความแตกต่างจากบริษัททั่วไปที่กรรมการของบริษัทเพื่อการลงทุนจะไม่มีสิทธิ์ได้รับ options หรือสิทธิในทำนองเดียวกันทั้งนั้น

5.7 การสิ้นสุดสภาพความเป็น REITs

การสิ้นสุดสถานะความเป็น REITs ไม่ว่าจะ เป็นในรูปแบบของบริษัทเพื่อการลงทุน หรือทรัสต์หรือสมาคมก็ตาม เกิดขึ้นได้ใน 2 กรณี⁵³ คือ

(1) การดำรงสถานะเป็น REIT จะสิ้นสุดลงเมื่อบริษัทเพื่อการลงทุนหรือทรัสต์หรือสมาคมดังกล่าวเลือกที่จะไม่เป็น REIT ในปีภาษีนั้น กล่าวคือไม่ดำรงคุณสมบัติตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด (failure to qualify)

⁵³ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, ฝ่ายกฎหมาย อ้างแล้ว เซึ่งอรรถที่ 34

(2) สถานะของความเป็น REIT อาจถูกเพิกถอนได้ ทั้งนี้ให้เป็นไปตามที่เลขานุการกำหนดในกฎระเบียบ และการเพิกถอนจะต้องทำในวันแรกของปีภาษีนั้นหรือก่อนหน้านั้น 90 วัน (Revocation)

ในกรณีที่บริษัทเพื่อการลงทุนหรือทรัสต์หรือสมาคมดังกล่าวเลือกที่จะไม่ดำรงสถานะเป็น REIT หรือถูกเพิกถอนสถานะดังกล่าวแล้วจะไม่สามารถกลับมาดำรงสถานะเป็น REITs ได้จนกว่าจะถึงปีภาษีที่ 5 นับจากปีภาษีที่เลิกสถานะเป็น REIT (Election after termination or revocation)

อย่างไรก็ตามข้อยกเว้นเกณฑ์ Election after termination or revocation สำหรับบริษัทเพื่อการลงทุนหรือทรัสต์หรือสมาคม คือ หากการสิ้นสุดสถานะดังกล่าวนั้น

- (1) ไม่ได้เกิดจากการจงใจที่จะไม่ยื่นภาษีภายในกำหนดระยะเวลาในปีภาษีนั้น
- (2) มีหลักฐานแสดงได้ว่าการไม่ยื่นภาษีดังกล่าวข้างต้น ไม่ใช่มาจากการ

ข้อโกง

- (3) การไม่สามารถดำรงคุณสมบัติได้มิได้เกิดจากการจงใจเพิกเฉย

นอกจากนี้ในกรณีที่ REITs มีการกำหนดระยะเวลาสิ้นสุดเอาไว้ สภาพของ REITs ก็ จะสิ้นสุดลงตามกำหนดระยะเวลาดังกล่าว และตามมาตรา 80a-26 แห่ง Investment Company Act of 1940 ได้กำหนดให้อำนาจ USSEC สามารถยื่นขอให้ศาลชำระบัญชี REITs ได้หากเห็นว่า REITs ไม่สามารถดำเนินการต่อไปได้และการชำระบัญชีจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยลงทุนทุกคน

บทสรุป

จากคำอธิบายข้างต้นสรุปได้ว่า REITs ในประเทศสหรัฐอเมริกาจะพิจารณาจากสาระของการประกอบธุรกิจการลงทุนเป็นสำคัญ โดยมีรูปแบบทางกฎหมายในการจัดตั้งเป็นแบบบริษัทเพื่อการลงทุน ซึ่งเป็นไปตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไปว่าด้วยการจัดตั้งบริษัทหรือทรัสต์ หาก REITs ต้องการได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่กฎหมายกำหนดก็ต้องดำรงสถานะความเป็น REITs ให้ครบตามคุณสมบัติทั้งข้อกำหนดตามกฎหมายภาษีอากรและกฎหมายหลักทรัพย์

ในเรื่องของการกำกับดูแล REITs ในประเทศสหรัฐอเมริกาจะกำกับดูแลที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อบริษัทเพื่อการลงทุนให้ปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนด และกำกับดูแลโดยการจดทะเบียนในเรื่องอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ซึ่งการดำเนินการของที่ปรึกษาการลงทุนมีลักษณะที่เทียบเคียงได้กับการประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนในประเทศไทย

ตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกาได้แบ่งแยกการกำกับดูแลโดยที่ปรึกษาการลงทุนรายใหญ่ที่มีสินทรัพย์อยู่ภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ หรือที่ให้คำแนะนำแก่ลูกค้าที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุนจะได้รับอนุญาตให้จดทะเบียนกับ SEC ส่วนที่ปรึกษาการลงทุนรายเล็กกว่านั้นก็จะจดทะเบียนภายใต้กฎหมายรัฐ (state law) กับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของรัฐ (state securities authorities)

ในด้านการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนนั้น REITs ของสหรัฐอเมริกามีการกำหนดหลักเกณฑ์การตรวจสอบและค่านำมาของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องไว้ อันเป็นการให้ความคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นอย่างมากโดยนอกจากการเปิดเผยข้อมูลเต็มรูปแบบแล้ว ผู้ถือหน่วยลงทุนยังได้รับความคุ้มครองด้วยการมีคณะกรรมการที่จะเป็นผู้ตรวจสอบและคอยระมัดระวังผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนอีกด้วย

6. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในประเทศออสเตรเลีย (A-REITs)

6.1 พัฒนาการของ A-REITs ในออสเตรเลีย

กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ A-REITs ในประเทศออสเตรเลีย หรือที่ชื่อเดิมรู้จักกันในนามว่า Listed Property Trusts (LPTs) ซึ่งในเดือนมีนาคม 2551 ทาง Australian Securities Exchange (ASX หรือตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย) และ S&P ได้ตัดสินใจใช้ชื่อ A-REITs แทน LPTs เพื่อให้เกิดความคล้ายคลึงกับนานาประเทศทั่วโลก โดย A-REITs ของประเทศออสเตรเลียถือเป็นต้นแบบของ REITs ในประเทศแถบภูมิภาคเอเชียหลายประเทศด้วยกัน เช่นฮ่องกง ญี่ปุ่น เป็นต้น ซึ่ง A-REITs ก็เป็นการระดมทุนโดยการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนเช่นเดียวกัน โดยกฎหมายในส่วนของว่าด้วยการระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนในปัจจุบันนั้น เป็นผลมาจากการปฏิรูปกฎหมายครั้งใหญ่ในช่วงทศวรรษ 1990 เพื่อแก้ไขปัญหาทางกฎหมายที่เกิดขึ้นในการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนและโครงสร้างจัดการลงทุน แต่จุดเปลี่ยนสำคัญเกิดจากปัญหาในช่วงปี 1988 และ 1991 เนื่องจากตลาดอสังหาริมทรัพย์ในขณะนั้นมีการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงขึ้นในช่วงแรก ทำให้มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นมาก แต่ช่วงหลังมีการลดต่ำลงของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากปัญหาสภาพคล่องของ unlisted property trust ซึ่งในขณะเดียวกันผู้ลงทุนจำนวนมากก็พยายามที่จะได้ถอนการลงทุน จนทำให้เกิดความล้มเหลวของ trust investments in the estate mortgage ทำให้เกิดการแทรกแซงโดยการออกกฎหมาย Corporation Law (Unlisted Property Trust) Act 1991

รัฐมนตรีว่าการกระทรวงยุติธรรม (the Commonwealth Attorney-General) จึงได้มอบหมายให้ Australian Law Reform Commission (ALRC) และ Companies and Securities Advisory Committee (CASAC) พิจารณากรอบทางกฎหมายที่จะนำมาใช้ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดในการกำกับดูแลการลงทุนประเภทนี้⁵⁴ ต่อมาในปี 1993 ALRC และ CASAC ได้ออกรายงานฉบับสมบูรณ์เรื่อง Collective Investment Schemes: Other People's Money (Report No. 65) โดยรายงานดังกล่าวได้สรุปปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญๆ ไว้มากมาย เช่น การที่กฎหมายกำหนดให้แต่ละโครงการมีทั้งบริษัทจัดการและทรัสต์ แต่ไม่มีความชัดเจนในการแบ่งหน้าที่จัดการโครงการก่อให้เกิดความสับสน ไม่ยืดหยุ่นและก่อให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติที่บริษัทจัดการและทรัสต์จะปิดความรับผิดชอบไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง เป็นต้น

จากปัญหาต่างๆ ที่ ALRC และ CASAC ได้สรุปเนื้อหาเอาไว้ใน ในเวลาเดียวกัน ALRC และ CASAC ก็ได้ทำข้อเสนอแก้ไขกฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ ณ ขณะนั้น ซึ่งหลักการส่วนใหญ่ที่เสนอโดย ALRC และ CASAC ก็ได้รับการบัญญัติเป็นกฎหมาย Managed Investment Act 1998 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 1998 โดยกฎหมายดังกล่าวได้แทรกเพิ่มเป็น Chapter 5C ใน Corporations Act 1989 และกลายมาเป็น Chapter 5C ของ Corporations Act 2001 ในปัจจุบันโดยมีสาระสำคัญเป็นการเสนอแนวคิดใหม่ในเรื่อง managed investment scheme แทนแนวคิดเก่าในเรื่อง prescribed interests และมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในเรื่องการแทนที่การแยกบทบาทของทรัสต์กับบริษัทจัดการ ด้วยการรวมเป็นบทบาทหนึ่งเดียวของ responsible entity และสร้างมาตรฐานใหม่ๆ ในการคุ้มครองผู้ลงทุน

ประเทศออสเตรเลียเลยเรียกการลงทุนแบบบกองทุนรวมว่า โครงการจัดการลงทุน (Managed investment scheme) โดยได้นิยามความหมายของ managed investment scheme ไว้ในมาตรา 9 แห่ง Corporations Act 2001 ว่า⁵⁵

⁵⁴ Pual von Nessen and Sean Robertson, A Practical Guide to Managed Investments, 2nd ed. (New South Wales: Lawbook Co., 2002), pp. 2-3

⁵⁵ มาตรา 9 "managed investment scheme" means:

(a) a scheme that has the following features:

(i) people contribute money or money's worth as consideration to acquire rights (*interests*) to benefits produced by the scheme (whether the rights are actual, prospective or contingent and whether they are enforceable or not);

“โครงการจัดการลงทุน” หมายความว่า

(1) โครงการที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) ประชาชนนำเงินหรือสิ่งที่มีมูลค่าคำนวณเป็นเงินได้มาลงในโครงการเพื่อแลกกับสิทธิ (ส่วนได้เสีย) ในผลประโยชน์ที่จะได้รับจากโครงการ ทั้งนี้ไม่ว่าสิทธิดังกล่าวจะมีอยู่จริงหรือจะมีในอนาคตหรือยังไม่แน่นอนว่าจะมี และไม่ว่าจะบังคับได้หรือไม่ตามกฎหมาย

(ข) เงินหรือสิ่งให้นำมาลงในโครงการดังกล่าวต้องมีการนำมารวมกัน (pooled) หรือนำไปใช้ในธุรกิจอย่างเดียวกัน (common enterprise) ทั้งนี้เพื่อสร้างผลประโยชน์ทางการเงินหรือผลประโยชน์อันประกอบด้วยสิทธิในทรัพย์สินกับผู้ที่เป็นสมาชิกในโครงการ และ

(ค) สมาชิกไม่มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของโครงการในลักษณะของงานประจำวัน (day-to-day control) (การดำเนินการต่างๆ กระทำโดย responsible entity)

(2) โครงการ time-sharing

A-REITs ก็ถือเป็นโครงการจัดการลงทุนด้วย โดยได้เริ่มปรากฏและมีการจัดตั้งขึ้นในตลาดหุ้นของออสเตรเลียในช่วงก่อนปี 1970 ซึ่งได้รับการจับตามองอย่างมากจากนักลงทุนและจากการที่โดยสภาพของ A-REITs นั้นเป็นการเปิดโอกาสให้นักลงทุนหาผลประโยชน์จากทั้งมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนเป็นเจ้าของและค่าเช่าที่ได้รับจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์นั้นๆ เป็นปกติ ซึ่งผู้จัดการกองทุนจะเป็นผู้เลือกอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนจะลงทุนและเป็นผู้รับผิดชอบในการบำรุงรักษา การบริหารจัดการ การจัดการหาผลประโยชน์ การให้เช่า และการพัฒนานั้น ทำให้แม้ว่า A-REITs ของออสเตรเลียจะเริ่มต้นช้ากว่าประเทศอื่นๆ แต่อัตราของการเจริญเติบโตนั้นสูงมาก จากเดิมที่มีมูลค่าน้อยกว่า 5 พันล้าน USD ในช่วงก่อนปี 1990 แต่ในช่วงเดือนสิงหาคม ของปี 2002 มูลค่าของ A-REITs นั้นได้เติบโตขึ้นไปมีมูลค่าถึง 43.8 พันล้าน USD

(ii) any of the contributions are to be pooled, or used in a common enterprise, to produce financial benefits, or benefits consisting of rights or interests in property, for the people (the *members*) who hold interests in the scheme (whether as contributors to the scheme or as people who have acquired interests from holders);

(iii) the members do not have day-to-day control over the operation of the scheme (whether or not they have the right to be consulted or to give directions); or

(b) a time-sharing scheme;

โดยที่มีบริษัทจัดการ A-REITs ที่มีชื่อเสียงมากมายที่เข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารจัดการดังกล่าว เช่น Westfield Group, Lend Lease, AMP Henderson Global Investors, Macquarie Bank และ ING เป็นต้น ในปัจจุบันมี A-REITs ประมาณ 80 กองทุน โดย 95% ของกำไรต้องจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุน⁵⁶

6.2 โครงสร้างของ A-REITs⁵⁷

โครงสร้างของ A-REITs ของประเทศออสเตรเลียที่สำคัญ คือ A-REITs ต้องจดทะเบียนภายใต้ Corporations Act 2001 ในฐานะ Management Investment Schemes (MIS) โดยภายใต้บทบัญญัติดังกล่าวกำหนดให้ A-REITs ต้องจดทะเบียนและต้องจัดหาองค์กรเข้ามาทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุน คือ Responsible Entity อีกทั้งยังต้องจัดทำเอกสารเผยแพร่เพื่อเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหน่วยลงทุนต่อนักลงทุนตลอดจนปฏิบัติตามบทบัญญัติที่ควบคุมเกี่ยวกับการบริการจัดการและการเปิดเผยข้อมูลของกองทุนด้วย

Responsible Entity : Responsible Entity มีหน้าที่ในการจัดการโครงการจัดการลงทุนรับผิดชอบในการดำเนินงานประจำวันของโครงการ และถือครองทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ (hold scheme property on trust) แก่โครงการ กฎหมายจึงกำหนดหน้าที่เพิ่มเติมจากหน้าที่ที่ต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (fiduciary duty) ตามหลักทั่วไปของกฎหมายทรัสต์ ซึ่งเป็นมาตรฐานขั้นต่ำที่ไม่สามารถตกลงยกเว้นได้ด้วยข้อสัญญา

การขอใบอนุญาต : responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้ จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับ AFS license ประเภทที่อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียนด้วย

หน่วยงานที่ตรวจสอบและระบบ Compliance Plan : ออสเตรเลียกำหนดให้มีโครงสร้างของการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนในลักษณะของ compliance plan เพื่อให้เกิดการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยโครงการที่จดทะเบียนกับ Australian Security and Investments Commission (ASIC) จะต้องจัดให้มีแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน

⁵⁶ วัชรพล สุนทรศาสนติก, *อ้างแล้ว เชียงอรุณี*, น. 53-59

⁵⁷ John Sullivan, “Australian REITs – Regulation and market trends”, September 2007. p. 4

(compliance plan) ซึ่งจะต้องระบุถึงมาตรการที่เพียงพอ responsible entity จะนำไปใช้ปฏิบัติในการจัดการโครงการแล้วทำให้มั่นใจได้ว่าจะมีการปฏิบัติตาม Corporations Act และตราสารจัดตั้ง (constitution) ของโครงการ

คณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (Compliance Committee) : ตามกฎหมายหากคณะกรรมการของ responsible entity มีกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอกน้อยกว่าครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการทั้งหมด responsible entity จะต้องแต่งตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) สำหรับแต่ละโครงการ คณะกรรมการดังกล่าวจะต้องมีสมาชิกอย่างน้อยสามคน และจำนวนข้างมากต้องเป็นสมาชิกที่ถือว่าเป็นสมาชิกบุคคลภายนอก (external members) เมื่อมีการแต่งตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงานแล้ว หน้าที่ของคณะกรรมการดังกล่าวคือการดูแลให้ responsible entity ปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) และรายงานความเห็นของตนต่อ responsible entity

การจัดการทรัพย์สินในโครงการ : เนื่องจาก Responsible Entity มีหน้าที่ถือครองทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ (hold scheme property on trust) แก่โครงการ หาก Responsible Entity สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ตามที่กฎหมายต้องการตามกระบวนการ Responsible Entity มีทางเลือกในการที่จะแต่งตั้งบุคคลภายนอกมาเป็นผู้ดูแลจัดการทรัพย์สินในโครงการได้

รูปแบบของ A-REITs : ในออสเตรเลียนั้นจะตั้งในรูปแบบทรัสต์ หรืออาจจัดตั้งในรูปแบบ Stapled Securities ซึ่งจะเปิดโอกาสให้นักลงทุนหาประโยชน์จากตัวบริษัทจัดการกองทุนและ/หรือบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้น ๆ เพิ่มเติมจากตัวอสังหาริมทรัพย์ที่บริษัทลงทุนด้วย โดยที่ลักษณะของการจัดตั้ง A-REITs ในรูปแบบนี้จะมีการออกหลักทรัพย์ตั้งแต่สองรูปแบบขึ้นไป ซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยมากจะมีความเกี่ยวพันและผูกอยู่ด้วยกันผ่านองค์กรใดองค์กรหนึ่ง (vehicle) โดยทั่วไป Stapled Securities จะประกอบด้วยหน่วยลงทุน 1 หน่วย (unit trust) และหุ้นในบริษัทจัดการกองทุน 1 หุ้น ซึ่งไม่สามารถซื้อขายแยกจากกันได้ โดยตัวทรัสต์จะเป็นผู้ถืออสังหาริมทรัพย์และบริษัทจัดการกองทุนจะทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนและพัฒนาหาโอกาสทำประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ที่ทรัสต์ถืออยู่ ซึ่งจะได้กล่าวในรายละเอียดต่อไปในเรื่องรูปแบบของ A-REITs

ส่วนในแง่ของการเสียภาษี REITs จะได้รับการปฏิบัติอย่างบริษัทนิติบุคคล นอกจากนี้ กรรมสิทธิ์ของผู้ลงทุนจะต้องอยู่ในรูปของหน่วยลงทุนที่สามารถซื้อขายได้ และทีมผู้บริหารจะต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริหาร (Board of Director) หรือผู้ดูแลผลประโยชน์ (trustees) แล้วแต่กรณี เช่นเดียวกัน

6.3 การลงทุนใน A-REITs

การลงทุนของ A-REITs โดยทั่วไปจะมีหลายรูปแบบดังเช่น REITs ของประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นเดียวกับที่ผู้เขียนได้กล่าวไว้ข้างต้น โดย A-REITs ในปัจจุบันส่วนมากจะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่อไป⁵⁸

- กลุ่มอุตสาหกรรม เช่น สถานที่จัดเก็บสินค้า โรงงาน
- กลุ่มอาคารสำนักงาน รวมถึงอาคารที่อยู่ในแหล่งธุรกิจ
- กลุ่มโรงแรม
- กลุ่มห้างสรรพสินค้า โรงภาพยนตร์ หรืออาคารในลักษณะใกล้เคียงกับธุรกิจประเภทนี้
- กลุ่มอื่นๆ เช่น กลุ่มที่มีการรวมกันของธุรกิจข้างต้น
- กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่มีสถานที่ตั้งอยู่ในต่างประเทศ

การที่ A-REITs สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งในต่างประเทศได้นั้น เป็นผลดีต่อการพัฒนาตลาดทุนของออสเตรเลียอย่างมาก เนื่องจากก่อให้เกิดความเจริญเติบโตของ A-REITs อย่างมาก ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 10 ของตลาดหุ้นในประเทศออสเตรเลีย และเป็นประเทศที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงสุดในภูมิภาคเอเชีย⁵⁹

แต่ก็มีข้อที่ต้องพึงระวังที่สำคัญ คือ เนื่องจากความหลากหลายทางพื้นที่อาจก่อให้เกิดผลเสียจากความแตกต่างทางเศรษฐกิจระดับท้องถิ่น เพราะการมีสินทรัพย์ตั้งอยู่มากกว่า 1 ประเทศ ซึ่งเป็นความหลากหลายในระดับภูมิภาค หรือบางครั้งเป็นความหลากหลายในระดับประเทศ ซึ่งจากความแตกต่างทางด้านเขตแดนหรือพื้นที่ย่อมทำให้ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจระดับท้องถิ่นเข้ามาเกี่ยวข้องให้ต้องพิจารณาด้วย ดังนั้นจึงต้องคำนึงถึงความแตกต่างทางเศรษฐกิจของพื้นที่ไม่ว่าจะเป็นระดับภูมิภาค หรือแค่ระดับระหว่างประเทศเพราะกลไกการควบคุมทรัพย์สินในแต่ละภูมิภาคแต่ละประเทศนั้น ก็จะมีกฎหมายควบคุมแตกต่างกัน รวมทั้งรูปแบบการจัดการทรัพย์สินก็แตกต่างกันออกไปด้วย ดังนั้นแม้ A-REITs จะเปิดกว้างก็ตาม แต่การมีทรัพย์สินในหลายๆ ประเทศจึงเป็นข้อพิจารณาที่ต้องคำนึงถึงเวลาจะตั้ง A-REITs

⁵⁸ http://www.asx.com.au/products/real_estate_investment_trusts/property_trusts.htm as of August 2008.

⁵⁹ John Sullivan, *supra* note 57, p. 1

ข้อพิจารณาเพิ่มเติมของ A-REITs ในเรื่องของการลงทุน คือ การลงทุนใน A-REITs ของนักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของออสเตรเลียนั้นเป็นสิ่งที่สามารถกระทำได้ ซึ่งถือเป็นการระดมทุนจากนักลงทุนต่างชาติทำให้ A-REITs ของออสเตรเลียมีการเติบโตอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับ REITs ในภูมิภาคเอเชียด้วยกัน

Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975 (FATA) ของออสเตรเลียกำหนดให้นักลงทุนต่างชาติมีหน้าที่แจ้งการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ในออสเตรเลีย ซึ่งหน้าที่ในการแจ้งการได้มาของนักลงทุนต่างชาตินี้ได้ขยายรวมไปถึงการได้มาซึ่งหน่วยลงทุนในกองทุนของประเทศออสเตรเลียด้วย อย่างไรก็ตาม FATA ก็ยังกำหนดข้อยกเว้นของการปฏิบัติตามหน้าที่ดังกล่าวซึ่งรวมถึง

(1) การได้มาซึ่งหลักทรัพย์ในปริมาณน้อยกว่า 15% ของหน่วยลงทุนทั้งหมดใน A-REITs นั้น หรือการได้มาซึ่งมีบุคคลต่างชาติตั้งแต่ 2 คนขึ้นไปถือหน่วยลงทุนน้อยกว่า 40% ของหน่วยลงทุนทั้งหมดใน A-REITs นั้น

(2) การได้มาซึ่งผลประโยชน์ในที่ดินที่ใช้ประโยชน์ในทางการค้าและไม่ได้ใช้ประโยชน์อย่างที่อยู่อาศัยซึ่งมีมูลค่าน้อยกว่า 50 ล้านดอลลาร์ออสเตรเลีย (หรือน้อยกว่า 800 ล้านดอลลาร์ออสเตรเลีย ในกรณีของนักลงทุนสัญชาติอเมริกา) แต่ไม่รวมถึงที่ดินแห่งชาติที่ได้รับการจดทะเบียนแล้ว

FATA ให้อำนาจสำนักงานทรัพย์สินแห่งชาติ (Federal Treasurer) ที่จะเข้าแทรกแซงธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนของต่างชาติในหลายรูปแบบเพื่อประโยชน์ของประเทศชาติ แม้ว่าธุรกรรมดังกล่าวจะเป็นธุรกรรมที่ผู้ที่เกี่ยวข้องไม่มีหน้าที่แจ้งให้เจ้าหน้าที่ทราบก็ตาม ซึ่งการใช้อำนาจของหน่วยงานดังกล่าวมีความเป็นไปได้ที่จะขยายไปถึงการเข้าแทรกแซงการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมใน responsible entity หรือการแต่งตั้งผู้มีอำนาจควบคุมใน responsible entity อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ ไม่ค่อยพบการใช้อำนาจของสำนักงานทรัพย์สินแห่งชาติในการแทรกแซงดังกล่าว⁶⁰

⁶⁰ Darrell Wright, *supra* note 10, p. 46

6.4 กฎหมายที่มีผลต่อ A-REITs

กรอบกฎหมายที่กำกับดูแล A-REITs นั้นจะบัญญัติไว้ในกฎหมาย 2 ฉบับที่สำคัญ คือ Corporations Act 2001 และข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ (Listing Rules of the ASX) นอกจากนี้ A-REITs ของออสเตรเลียนั้นอยู่ภายใต้หลักกฎหมายทั่วไปว่าด้วยทรัสต์ โดยไม่ได้มีกฎเกณฑ์เฉพาะเจาะจงมาใช้บังคับแต่อย่างใด ซึ่งแตกต่างจากในประเทศอื่น อย่างเช่นในประเทศญี่ปุ่นที่กองทุนรวมนั้นต้องได้รับการจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัทที่ซึ่งมีกฎหมายควบคุมดูแลการจัดตั้งเป็นการเฉพาะ

Corporations Act 2001 จะเป็นกฎหมายที่เป็นเรื่องของข้อกำหนดทั่วไป เช่น รูปแบบบริษัท ผลิตรภัณฑ์ทางการเงิน การให้บริการทางการเงิน โดยส่วนว่าด้วยการระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน บัญญัติใน Chapter 5C Managed investment schemes และการเปิดเผยข้อมูลตาม Chapter 6D Fundraising และส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน บัญญัติใน Chapter 6D Fundraising และในส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน บัญญัติใน Chapter 7 Financial services and markets

หาก A-REITs ได้รับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย A-REITs ยังต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียอีกด้วย ซึ่งผู้เขียนจะได้กล่าวในรายละเอียดต่อไป

ในส่วนของหลักกฎหมายทั่วไปว่าด้วยทรัสต์นั้นจะกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างทรัสต์ในฐานะผู้ดูแลผลประโยชน์ของทรัสต์ นักลงทุนในฐานะผู้ได้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ และทรัพย์สินของกองทรัสต์ รวมถึงประเด็นดังต่อไปนี้⁶¹

- (1) การเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของกองทรัสต์และประเภทของผลประโยชน์ที่เกิดจากทรัพย์สินของกองทรัสต์
- (2) อำนาจหน้าที่ของทรัสต์ในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์และการบริหารจัดการกองทรัสต์
- (3) ประเภทของหลักทรัพย์ที่ทรัสต์สามารถออกได้ เช่น หน่วยลงทุนของทรัสต์

⁶¹ *Ibid.* p. 39

(4) หน้าที่เกี่ยวกับความซื่อสัตย์สุจริต (Fiduciary Duty) ในการบริหารจัดการกองทุนที่ทรัสต์ที่พึ่งมีต่อนักลงทุน

(5) มาตรการทางภาษีไม่ว่าจะเป็น การจัดการรายได้ ผลกำไรและขาดทุนที่ได้มาจากหรือเกี่ยวข้องกับทรัพย์สินของกองทรัสต์

(6) สิทธิของนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นไม่ว่าจะเป็นในระหว่างการดำเนินการของกองทรัสต์หรือเมื่อกองทรัสต์สิ้นสุดลง

(7) ความรับผิดชอบของนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น

นอกเหนือจากหลักกฎหมายทั่วไปว่าด้วยทรัสต์แล้ว ยังมีอีกหลายปัจจัยที่ทำให้ลักษณะของ A-REITs ของออสเตรเลียแตกต่างจาก REITs ของประเทศอื่น ๆ กล่าวคือ⁶²

(1) หลักการเกี่ยวกับการบริหารจัดการโดยองค์กรภายนอกและรูปแบบโครงสร้างของหลักทรัพย์แบบ Stapled

(2) ผลกระทบจากกฎหมายว่าด้วยการครอบงำกิจการของประเทศออสเตรเลียในส่วนที่เกี่ยวกับสัญญาการเป็นเจ้าของร่วมในทรัพย์สินอ้างอิงของกองทุนและการบริหารจัดการทรัพย์สิน

(3) ผลกระทบจากภาวะภาษีและอากรแสตมป์ที่เกิดขึ้นจากโครงสร้างและกิจกรรมของกองทุน

กฎหมายเกี่ยวกับ A-REITs ของประเทศออสเตรเลียนั้นให้ความสำคัญกับการปกป้องคุ้มครองนักลงทุนเป็นสำคัญ โดยกรอบกฎหมายของออสเตรเลียนั้นมุ่งเน้นที่โครงสร้างการลงทุนที่ยืดหยุ่นและสามารถปรับเปลี่ยนได้ซึ่งได้รับการสนับสนุนโดยหลักการทางกฎหมายที่มีรายละเอียดและได้รับการวางหลักเกณฑ์มาอย่างดี แต่ในขณะเดียวกันก็ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลให้นักลงทุนทราบรวมถึงสนับสนุนการปฏิบัติตามหลักการบรรษัทภิบาลที่ดี กรอบของกฎหมายดังกล่าวช่วยให้นักลงทุนบรรลุเป้าหมายที่ต้องการ ไม่ว่าจะเป็นการมีสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือหน่วยลงทุน ความเชื่อมั่นในสิทธิต่าง ๆ มาตรการทางภาษี การบริหารจัดการที่เชี่ยวชาญและมีความเป็นมืออาชีพ ตลอดจนบรรษัทภิบาลที่ดีอื่นจะช่วยให้เกิดความโปร่งใสในการบริหารจัดการ

กรอบกฎหมายของประเทศออสเตรเลียดังกล่าวยังคงครอบคลุมไปถึงการลงทุนข้ามชาติอีกด้วย ดังจะเห็นได้ว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ

⁶² *Ibid.* p. 40

ประเทศออสเตรเลียเป็นจำนวนมากเลือกที่จะลงทุนในทรัพย์สินที่อยู่ในต่างประเทศเพียงอย่างเดียวไม่ว่าจะเป็นทรัพย์สินในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือประเทศญี่ปุ่น และในปัจจุบัน ยังมีแนวโน้มที่การลงทุนของกองทุนในประเทศออสเตรเลียจะมุ่งเน้นไปที่การลงทุนในทรัพย์สินของประเทศอื่นมากขึ้น

6.4.1 กฎหมายเกี่ยวกับการจัดตั้ง A-REITs

โครงสร้างหลักที่สำคัญของ A-REITs คือ การระดมทุนโดยการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนตามที่ได้มีการกำหนดไว้ใน Corporations Act 2001 โดยส่วนว่าด้วยการระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน บัญญัติใน Chapter 5C Managed investment schemes ซึ่งกำหนดรายละเอียดต่างๆ เช่น ความหมายและข้อยกเว้นของโครงการจัดการลงทุน รูปแบบและประเภทของโครงการจัดการลงทุน บุคคลที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุน เป็นต้น ดังมีรายละเอียดดังนี้

1. ความหมายและข้อยกเว้นของโครงการจัดการลงทุน

ความหมายของโครงการจัดการลงทุน

ตามมาตรา 9 แห่ง Corporations Act 2001 ได้นิยามความหมายของ “โครงการจัดการลงทุน” (managed investment scheme) โดยพิจารณาจากสาระสำคัญ (substance) ในการระดมเงินว่า

“โครงการจัดการลงทุน” หมายความว่า

(1) โครงการที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) ประชาชนนำเงินหรือสิ่งที่มีมูลค่าคำนวณเป็นเงินได้มาลงในโครงการเพื่อแลกกับสิทธิ (ส่วนได้เสีย⁶³) ในผลประโยชน์ที่จะได้รับจากโครงการ ทั้งนี้ไม่ว่าสิทธิดังกล่าวจะมีอยู่จริงหรือจะมีในอนาคตหรือยังไม่แน่นอนว่าจะมี และไม่ว่าจะบังคับได้หรือไม่ตามกฎหมาย

(ข) เงินหรือสิ่งให้นำมาลงในโครงการดังกล่าวต้องมีการนำมารวมกัน (pooled) หรือนำไปใช้ในธุรกิจอย่างเดียวกัน (common enterprise) ทั้งนี้เพื่อสร้าง

⁶³ ตามมาตรา 9 แห่ง Corporations Act 2001 ได้นิยาม “ส่วนได้เสีย (interest) ในโครงการจัดการลงทุน” หมายความว่า สิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากโครงการ (ไม่ว่าจะเป็นสิทธิที่เกิดขึ้นจริงแล้ว แล้วที่คาดว่าจะเกิด หรือที่อาจจะเกิด และไม่ว่าจะบังคับได้หรือไม่ก็ตาม)

ผลประโยชน์ทางการเงินหรือผลประโยชน์อันประกอบด้วยสิทธิในทรัพย์สินกับผู้ที่เป็นสมาชิกในโครงการ และ

(ค) สมาชิกไม่มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของโครงการในลักษณะของงานประจำวัน (day-to-day control) (การดำเนินการต่างๆ กระทำโดย responsible entity)

(2) โครงการ time-sharing⁶⁴

ข้อยกเว้นของโครงการจัดการลงทุน

ตามคำนิยามดังกล่าวกำหนดข้อยกเว้นขององค์กรธุรกิจที่ไม่ถือเป็นโครงการจัดการลงทุนไว้ดังนี้

- ห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกมากกว่า 20 คนซึ่งไม่ประสงค์จะจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายออสเตรเลีย เนื่องจากกฎเกณฑ์ที่ออกตามวัตถุประสงค์ของมาตรา 115(2) (หมายเหตุ: เนื่องจากห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกน้อยกว่า 20 คน จะไม่ต้องจดทะเบียนตามมาตรา 601ED (1)(a) และภายใต้มาตรา 115 ห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกมากกว่า 20 คนจะสามารถดำเนินการได้ภายใต้เกณฑ์ที่ออกตามวัตถุประสงค์ของมาตรา 115(2))

- โครงการที่สมาชิกทุกคนเป็นองค์กรธุรกิจ (bodies corporate) ที่เกี่ยวข้องกัน และเกี่ยวข้องกับองค์กรธุรกิจที่เริ่มโครงการ

- แพรนไชส์ (มีนิยามในมาตรา 9)

- กองทุนที่กฎหมายกำหนดให้ดำรงไว้ภายใต้ Life Insurance Act

1995

⁶⁴ ตามนิยามในมาตรา 9 “time-sharing scheme” หมายความว่า โครงการ ซื้อผูกพัน (undertaking) หรือกิจการ (enterprise) ไม่ว่าจะอยู่ในออสเตรเลียหรือที่ใดก็ตาม ที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

(a) ผู้มีส่วนร่วมมีสิทธิ หรืออาจมีสิทธิใช้ อาศัย หรือครอบครองอสังหาริมทรัพย์ (property) ที่เกี่ยวกับโครงการ ซื้อผูกพัน หรือกิจการ สองช่วงเวลาหรือมากกว่านั้น ในระหว่างระยะเวลาดำเนินการของโครงการซื้อผูกพัน หรือกิจการ และ

(b) โครงการ ซื้อผูกพัน หรือกิจการนั้นดำเนินการเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่าสามปี

- กองทุนเพื่อการเกษียณอายุ (superannuation fund), approved deposit fund, pooled superannuation trust, หรือ public sector superannuation scheme ที่มีความหมายตาม Superannuation Industry (Supervision) Act 1993

- โครงการที่ดำเนินการภายใต้ Australian Authorized Deposit-taking Institution (ADI) ตามปกติของธุรกิจธนาคาร

- การออกหุ้นกู้หรือหุ้นประเภทแปลงสภาพโดยองค์กรธุรกิจ (body corporate)

- Barter scheme ที่ผู้เข้าร่วมอาจได้รับสิ่งของหรือบริการจากผู้เข้าร่วมอื่นๆ เพื่อเป็นการตอบแทนทั้งหมดหรือโดยส่วนใหญ่ในประเภทเดียวกันมากกว่าเป็นเงินสด

- Retirement village scheme ซึ่งดำเนินการในหรือนอกออสเตรเลีย ซึ่ง (ก) ผู้เข้าร่วมหรือส่วนใหญ่ของผู้เข้าร่วมได้รับที่พักอาศัยใน (retirement village) ไม่ว่าจะการได้สิทธินั้นจะมาจากส่วนได้เสียในฐานะเจ้าของที่ผู้เข้าร่วมถือในที่ดิน และอาคารนั้น และ (ข) ไม่ใช่ time-sharing scheme

- โครงการที่ดำเนินการโดย co-operative company ที่จดทะเบียนตามส่วนที่ห้าของ Companies (Co-operative) Act 1943 of Western Australia

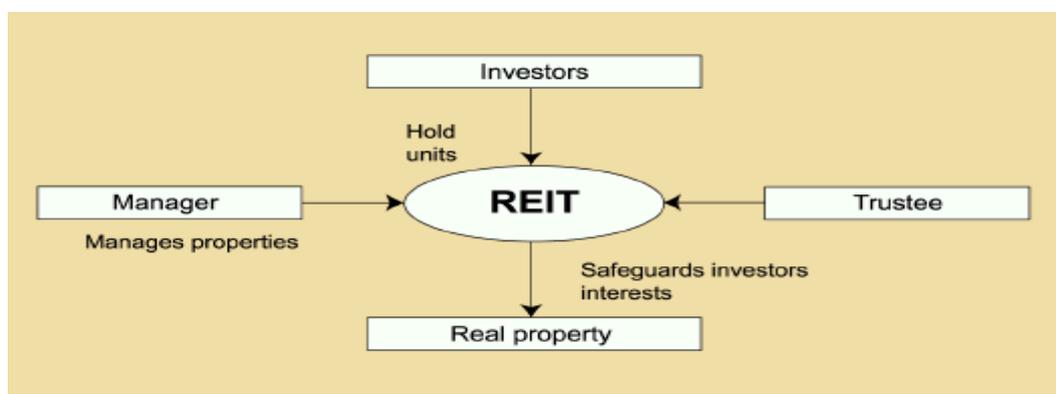
- โครงการที่มีกฎเกณฑ์กำหนดว่ามีใช้โครงการจัดการลงทุน จากลักษณะของโครงการจัดการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นจะเห็นได้ว่ากรณีหุ้นและหุ้นกู้จะมีโครงสร้างทางกฎหมายที่แน่นอน (settled legal structure) ตามรูปแบบบริษัทที่จดทะเบียน แต่กรณีของโครงการจัดการลงทุนจะมีรูปแบบทางกฎหมายที่หลากหลาย โดยอาจเป็นสัญญาที่ผู้เริ่มก่อนการให้บุคคลแต่ละคนว่าภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดนักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์ อาจเป็นการเสนอให้ผู้ลงทุนมีส่วนได้เสีย (interest) ในฐานะเจ้าของผ่านทางกรือ unit trust เช่น ประเภท property trust ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือประเภท equity trust ที่ลงทุนในหุ้น หรือประเภท cash management trust ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในตลาดเงินที่มีผลตอบแทนสูงได้

กล่าวโดยทั่วไป ลักษณะพิเศษของการเสนอส่วนได้เสีย (interest) ใน managed investment scheme คือการที่ผู้ลงทุนได้รับการเชิญชวนให้เข้าร่วมแสวงหาผลกำไร ซึ่งขึ้นอยู่กับการทำงานที่บุคคลอื่นทำโดยใช้ความพยายามในการจัดการ (managerial effort) ที่จำเป็น

สำหรับการได้มาซึ่งผลกำไร⁶⁵ โดยมีข้อสังเกตที่ปรากฏใน the Review of the Managed Investment Act 1998 ว่า Chapter 5C ไม่มีวัตถุประสงค์ของการระบุประเภทของสื่อกลางที่ควรใช้เป็นโครงสร้างของโครงการ ซึ่งรูปแบบทางกฎหมายของโครงการจัดการลงทุนที่เป็นปกตินิยมของประเทศออสเตรเลีย คือโครงสร้างแบบ unit trust⁶⁶

2. รูปแบบและประเภทของโครงการจัดการลงทุน⁶⁷

จากนิยามและคำอธิบายข้างต้นจะเห็นได้ว่า ความหมายของโครงการจัดการลงทุนในประเทศออสเตรเลีย จะครอบคลุมการนำทรัพย์สินของผู้อื่นไปลงทุนในวิธีต่างๆ อย่างกว้างขวาง และไม่จำกัดรูปแบบทางกฎหมายในการจัดตั้งโครงการ โดยสาระของนิยาม “managed investment scheme” ได้บัญญัติไว้รองรับโครงสร้างการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนที่มีความหลากหลาย ทุกรูปแบบ โครงสร้างต่างๆ ก็จัดตั้งไปตามกฎหมายพื้นฐานซึ่งมีสองรูปแบบ คือ (1) trust based model และ (2) corporate model ซึ่งโครงการจัดการลงทุนของประเทศออสเตรเลียมักจะจัดตั้งในรูปแบบ unit trust หรือที่รู้จักกันอีกชื่อว่า public unit trust โดยมีลักษณะเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนหาประโยชน์จากสินทรัพย์อ้างอิง โดยการออกหน่วยลงทุนให้ผู้ลงทุนถือไว้ ดังมีโครงสร้างที่ได้แสดงดังต่อไปนี้



ผู้ถือหน่วยลงทุนใน A-REITs มีสิทธิที่จะได้รับรายได้ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในทรัพย์สินของกองทุนและจากมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของหน่วยลงทุนหรือมูลค่าส่วนเกินทุนที่

⁶⁵ H A J Ford R P Austin, And Ramsay, Ford's Principles of Corporations, 10th ed. (New South Wales: Butterworths, 2001), p. 998

⁶⁶ John McLaren and John Williams, Law of investments, p. 99

สะท้อนให้เห็นผ่านทางราคาซื้อขายของหน่วยลงทุน ซึ่งความน่าสนใจของ A-REITs ที่ดึงดูดนักลงทุนและผู้จัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญให้เข้ามาลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนประเภทนี้มีดังนี้⁶⁸

- ผลตอบแทนเฉลี่ยของ A-REITs อยู่ที่ระดับ 7-9%
- เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรงแล้ว การลงทุนใน A-REITs มีสภาพคล่องสูงกว่าและให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ากว่า
- ตลาดมีความผันผวนน้อยกว่าตลาดหุ้นทั่วไป
- ให้ผลตอบแทนค่อนข้างคงที่
- ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี เนื่องจาก A-REITs ต้องจัดสรรรายได้ร้อยละ 95 ของรายได้ของกองทุนคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยโดยไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลก่อน ทำให้นักลงทุนสามารถดำเนินการกับเงินได้เหล่านั้นอย่างเงินได้บุคคลธรรมดาได้
- นักลงทุนที่เป็นบุคคลธรรมดาจะได้รับประโยชน์เช่นเดียวกับการเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์โดยตรง เช่น สามารถนำค่าเสื่อมของอาคารและสิ่งปลูกสร้างที่ลงทุนไปหักลดหย่อนเพื่อการคำนวณภาษีได้ เป็นต้น

อย่างไรก็ดี แม้ว่า A-REITs จะให้ประโยชน์และดึงดูดนักลงทุนได้ค่อนข้างมากอย่างที่กล่าวมาข้างต้น จากสถิติพบว่าจำนวน A-REITs ในประเทศออสเตรเลีย นับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1988 – 2004 มีจำนวนลดลง ทั้งนี้ เนื่องมาจากผู้จัดการกองทุนในปัจจุบันมักจะพุ่งเป้าไปที่การรวบรวมกองทุนกับกองทุนอื่นเพื่อที่จะทำให้ผลประโยชน์หรือความเติบโตของกองทุนเป็นไปตามที่ได้ตั้งเป้าไว้ เนื่องจากโอกาสในการดำเนินการกองทุนให้มีผลประโยชน์เป็นไปตามที่ตั้งเป้าไว้เป็นไปได้ยาก

ด้วยเหตุดังกล่าวนี้เอง ทำให้การรวบรวมกันของ A-REITs เป็นไปอย่างแพร่หลายไม่ว่าจะเป็นการรวบรวมแบบเป็นมิตรหรือไม่เป็นมิตร ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด เช่น การควบกิจการของ AMP Diversified Property Trust โดย Stockland Trust Group และการรวบรวมกิจการของ AMP's industrial Assets โดย Macquarie Goodman Group เป็นต้น และกระแสการรวบรวมกองทุนดังกล่าวนี้เองที่ก่อให้เกิดรูปแบบโครงสร้างใหม่ในธุรกิจ A-REITs กล่าวคือ การเกิดขึ้นของรูปแบบโครงสร้างที่เรียกว่า Stapling นั่นเอง

⁶⁸ Darrell Wright, *supra* note 10, pp. 31-32

3. ประโยชน์และความเสี่ยงของโครงสร้างรูปแบบ Stapling⁶⁹

A-REITs จำนวนมากเริ่มมีวิวัฒนาการจากรูปแบบโครงสร้างเดิมที่กำหนดให้การบริหารจัดการกองทุนจะต้องมาจากองค์กรภายนอกมาเป็นการบริหารจัดการโดยองค์กรภายในหรือองค์กรที่มีความเกี่ยวข้องกันหรือองค์กรในเครือเดียวกันมากขึ้น ซึ่งแนวคิดที่เปลี่ยนแปลงไปดังกล่าวทำให้ผู้จัดการกองทุนสามารถดำเนินการกิจการอื่น ๆ ภายในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งแต่เดิมจะได้รับการพิจารณาจากนักวิเคราะห์ A-REITs ว่าเป็นความเสี่ยงที่ไม่เหมาะสมได้มากขึ้น เช่น การพัฒนาหรือการสร้างสรรครูปแบบการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบอื่น ๆ (other real estate based investment vehicles) ตัวอย่างเช่น สมาคมอสังหาริมทรัพย์ (Property Syndicate) ซึ่งรูปแบบขององค์กรภายในที่มักใช้ในการบริหารจัดการกองทุน ได้แก่ รูปแบบบริษัท โดยผู้ถือหน่วยลงทุนใน A-REITs จะได้รับหลักทรัพย์สองประเภท กล่าวคือ หน่วยลงทุนในกองทุนและหุ้นในบริษัท (ซึ่งโดยมากจะรับหน้าที่เป็นบริษัทบริหารจัดการกองทุนนั้น ๆ) ซึ่งหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทจะได้รับการผูกเข้าไว้ด้วยกัน ดังมีโครงสร้างที่ได้แสดงดังต่อไปนี้



โครงสร้างในรูปแบบ Stapling ดังกล่าว เกิดจากการที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ทั้งหลายต่างพยายามเรียกร้องให้มีการป้องกันการรั่วไหลของทรัพย์สินหรือรายได้ของกองทุนไปยังบริษัทบริหารจัดการทรัพย์สินไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของค่าธรรมเนียมการดำเนินการ (Performance Fees) ค่าธรรมเนียมการบริการจัดการ (Management Fees) หรือค่าใช้จ่ายอื่นใด

⁶⁹ *Ibid*, pp. 32-34

ดังนั้น โครงสร้างในรูปแบบ Stapling ซึ่งก่อให้เกิดการรวมตัวกันของกองทุนและบริษัทจัดการทรัพย์สินจึงเกิดขึ้น

A-REITs ในรูปแบบของ Stapling ที่มีชื่อเสียง ได้แก่ Mirvac Group ที่มีชื่อเสียงในด้านการเป็นผู้นำในตลาดพัฒนาที่อยู่อาศัยซึ่งได้ทำการผนวก (Staple) บริษัทของตนเข้ากับกองทุนอสังหาริมทรัพย์ ในส่วนของบริษัท Macquarie เองก็เพิ่งดำเนินการผนวกบริษัทด้านการพัฒนาอุตสาหกรรมของตนเข้ากับกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในภาคอุตสาหกรรม โดย A-REITs ในรูปของ Staples นี้มีอยู่ทั้งสิ้นกว่า 67% ของ benchmark ของ ASX 300 Property Index

ประโยชน์ของ A-REITs ในรูปของ Staples มีดังนี้

- ประหยัดค่าใช้จ่าย เนื่องจากโครงสร้างการดำเนินการมีความกะทัดรัดและกระชับขึ้น อีกทั้งเป็นการตัดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการกองทุนลง
 - ตลาดมองว่าโครงสร้างเช่นนี้มีความสอดคล้องของผลประโยชน์มากขึ้น เนื่องจากพนักงานของบริษัทก็จะทำงานให้กองทุนและโดยมากพนักงานระดับสูงของบริษัทก็จะเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุน
 - ผลประกอบการดีขึ้น เนื่องจากรายได้ทั้งหมดจะถูกรวมเข้าด้วยกันไม่ว่าจะเป็นรายได้จากค่าเช่าทรัพย์สิน ค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการกองทุน ค่าธรรมเนียมการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และผลกำไรต่าง ๆ
 - มีช่องทางเข้าสู่ตลาดทุนมากขึ้น เนื่องจากองค์กร Stapled ใหม่ มักจะมี Index Representation ดีขึ้นอันจะส่งผลให้ Market Appeal เพิ่มขึ้นด้วย
 - มีแนวโน้มที่จะเข้าซื้อขายในราคาสูงกว่าทุน (premium) จนถึงสินทรัพย์มีตัวตนสุทธิ (Net Tangible Asset หรือ NTA) เนื่องจากหลักทรัพย์ stapled ดังกล่าวมักจะถูกวิเคราะห์ว่าเป็นหุ้นอุตสาหกรรมมากกว่าหลักทรัพย์ทางภาคอสังหาริมทรัพย์
 - มีความหลากหลายของการจัดอันดับของที่ตั้ง กิจกรรมและสินทรัพย์มากขึ้นเนื่องจากผลกระทบของการจัดอันดับของแต่ละสิ่งจะลดลงเนื่องจากการเฉลี่ยตำแหน่ง (Pro-rata ranking) ในองค์กรที่ใหญ่ขึ้น
- อย่างไรก็ดี โครงสร้างแบบ Stapled ก็มีความเสี่ยงซึ่งอาจจะเห็นได้ชัดจากกรณีข้อพิพาทในการรวมตัวกันของ Lend Lease และ GPT ได้แก่

- ความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต้องรับความเสี่ยงจากการดำเนินกิจกรรมที่หลากหลายขึ้น จากแต่เดิมที่มุ่งเน้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แต่เพียงอย่างเดียว ซึ่งความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอาจเป็นเพียงแค่การไม่ได้รับค่าเช่าตามที่กำหนดเท่านั้น เป็นต้น

- ไม่ใช่โครงการ Stapled ทุกโครงการจะสามารถซื้อขายที่ราคาเกินกว่าทุนถึง NTA เนื่องจากค่าใช้จ่ายและผลกระทบที่เกิดจากการผนวกรวมกันอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร

- การปรับเปลี่ยนโครงสร้างของภาค A-REITS โดยการเกิดขึ้นของโครงสร้าง Stapled นี้ได้ดึงเอาการเป็นผู้เล่นในภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างแท้จริงออกไปจากภาค A-REITS และนำมาสู่การเปลี่ยนแปลงโฉมหน้าของภาค A-REITS ที่อาจจะไม่สามารถนำกลับไปยังรูปแบบเดิมได้อีก

อย่างไรก็ตามไม่ว่า A-REITs จะมีโครงสร้างในรูปแบบใดก็ตามแต่ทั้งสองรูปแบบนี้มักมีสิ่งๆที่เหมือนกัน คือ

- มีการออกหลักทรัพย์ที่จะนำไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่น unit trust หรือ stapled securities

- การบริหารจัดการโดยมากมักกระทำโดยบุคคลภายนอก เช่น ผู้จัดการกองทุนซึ่งจะมีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน

- มีการจัดสรรผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนเป็นส่วนใหญ่หรือทั้งหมดของรายได้ภายหลังหักค่าใช้จ่าย

- โดยมากมักมีระดับการกู้ยืมเงินต่ำเมื่อเทียบกับรูปแบบอื่น

4. รูปแบบการบริหารจัดการจากภายนอกและหลักทรัพย์แบบ Stapled⁷⁰

แนวความคิดของการบริหารจัดการโดยองค์กรภายนอกและรูปแบบโครงสร้างของหลักทรัพย์แบบ Stapled นั้นได้ฝังรากลึกในระบบโครงสร้างกฎหมายของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ในออสเตรเลีย โครงสร้างมาตรฐานของกองทุนอสังหาริมทรัพย์ มักได้แก่ การที่กองทุนโดยทรัสต์ซื้ออสังหาริมทรัพย์แทนนักลงทุน โดยมีองค์กรภายนอกที่แยกต่างหากจากกันเข้ามาดูแลเรื่องการบริหารจัดการกองทุน อย่างไรก็ตามแม้ว่าในระยะหลัง A-REITs หลายกองรวมถึงกองทุนอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะรวมบทบาทของทรัสต์และผู้จัดการกองทุนเข้าไว้ด้วยกันภายใต้การดูแลขององค์กรใดองค์กรหนึ่งเพียงองค์กรเดียว แต่ก็

⁷⁰ *Ibid*, pp. 40-41

ยังถือว่าโครงสร้างมาตรฐานในลักษณะนี้ยังคงมีการบริหารจัดการจากภายนอกเช่นกัน เนื่องจากความเป็นเจ้าของและอำนาจควบคุมของผู้จัดการกองทุนยังคงแยกต่างหากจากความเป็นเจ้าของและอำนาจควบคุมสูงสุดเหนือทรัพย์สินของกองทุน

ในรูปแบบโครงสร้างมาตรฐาน ทรัสต์ไม่มีบทบาทหน้าที่มากนักโดยเป็นแต่เพียงผู้ถือทรัพย์สินแทนผู้ถือหน่วยลงทุนและทำหน้าที่จัดสรรผลตอบแทนสุทธิคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนเท่านั้น ตรงข้ามกับผู้จัดการกองทุนที่มีหน้าที่ตัดสินใจในการดำเนินการใด ๆ ที่เกี่ยวกับการดำเนินการของกองทุนและดำเนินการเจรจาต่อรอง รวมถึงจัดทำรายงานและดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ของกองทุน

สำหรับรูปแบบโครงสร้างใหม่ องค์กรผู้มีหน้าที่รับผิดชอบ (เช่น บริษัทจัดการกองทุน) จะทำหน้าที่ทั้งในส่วนหน้าที่ของทรัสต์และหน้าที่ของผู้จัดการกองทุน (ในฐานะที่เป็นส่วนหนึ่งของงานบริการของตัวองค์กรผู้ที่มีหน้าที่รับผิดชอบเอง หากในฐานะที่เป็นงานของกองทุนไม่) ภายใต้รูปแบบโครงสร้างมาตรฐาน เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนทั้งหมด โดยการทำหน้าที่ของผู้ที่มีหน้าที่รับผิดชอบนี้ก็ยังคงถือว่าเป็นรูปแบบการบริหารจัดการจากภายนอกอยู่เอง

อย่างไรก็ดี หลักการของการบริหารจากภายนอกนี้เริ่มเปลี่ยนแปลงไปจากการกำเนิดขึ้นของหลักทรัพย์แบบ Stapled โดยหลักทรัพย์ในรูปแบบ Stapled นั้นประกอบด้วยหุ้นขององค์กรผู้ที่มีหน้าที่รับผิดชอบ (เช่น บริษัทจัดการกองทุน) และหน่วยลงทุนใน A-REITs ที่ซึ่งได้รับการจดทะเบียนและเป็นหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียโดยถือเสมือนว่าหลักทรัพย์ทั้งสองประเภทเป็นหลักทรัพย์เดียวกันซึ่งไม่สามารถซื้อขายแยกต่างหากจากกันได้

หลักทรัพย์แบบ Stapled นี้ได้เปลี่ยนแปลงแนวคิดของ A-REITs ไปสู่รูปแบบโครงสร้างแบบบริหารจัดการจากภายในเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน การเปลี่ยนแปลงและการพัฒนาในครั้งนี้เพิ่งเกิดขึ้นได้ไม่นานโดยส่วนหนึ่งเป็นไปเพื่อตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนที่จะให้ผลตอบแทนของผู้จัดการกองทุนมีความเกี่ยวพันและมีผลกระทบอย่างใกล้ชิดกับผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนและอีกส่วนหนึ่งมาจากสถานะที่ล่อแหลมของผู้จัดการกองทุนอันเกิดขึ้นเนื่องจากการควบรวมกองทุน A-REITs นั้นเอง

รูปแบบของหลักทรัพย์แบบ Stapled นั้นเป็นที่นิยมในออสเตรเลียมากกว่าโครงสร้างแบบบริษัทที่ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์อันเนื่องมาจากเหตุผลทางด้านสิทธิประโยชน์ทางภาษี

5. บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการจัดการลงทุน

นอกจากรายการบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการจัดการลงทุน และกองทุนรวมที่กล่าวไว้ในส่วนของประเทศสหรัฐอเมริกาแล้ว ตามกฎหมายออสเตรเลียบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการจัดการลงทุนที่สำคัญ คือ responsible entity ซึ่งมีหน้าที่ในการจัดการโครงการจัดการลงทุนรับผิดชอบในการดำเนินงานประจำวันของโครงการ และถือครองทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ (hold scheme property on trust) แก่โครงการ กฎหมายจึงกำหนดหน้าที่เพิ่มเติมจากหน้าที่ที่ต้องกระทำด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ตามหลักทั่วไปของกฎหมายทรัสต์ ซึ่งเป็นมาตรฐานขั้นต่ำที่ไม่สามารถตกลงยกเว้นได้ด้วยข้อสัญญา ได้แก่⁷¹

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำด้วยความซื่อสัตย์
- หน้าที่ที่จะต้องกระทำเพื่อประโยชน์ของสมาชิก ในกรณีที่มีความขัดแย้งกันระหว่างประโยชน์ของสมาชิกและประโยชน์ของตน ประโยชน์ของสมาชิกต้องมาก่อน
- หน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติต่อสมาชิกประเภทเดียวกันอย่างเท่าเทียมกัน และต่อสมาชิกต่างประเภทกันอย่างเป็นธรรม
- หน้าที่ที่จะไม่นำข้อมูลซึ่งได้มาจากการทำหน้าที่เป็น responsible entity ไปใช้เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้เกิดความเสียหายให้แก่สมาชิกของโครงการ
- หน้าที่ที่จะเว้นการได้มาหรือเป็นผู้ถือประโยชน์ในโครงการ โดยเสียค่าตอบแทนน้อยกว่าบุคคลอื่น หรือภายใต้ข้อตกลงหรือเงื่อนไขที่อาจทำให้สมาชิกรายอื่นเสียประโยชน์
- หน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถึงระดับที่วิญญูชน (reasonable person) พึงใช้หากอยู่ในฐานะของ responsible entity
- หน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลและปฏิบัติงาน (compliance plan)

การฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าวจะทำให้ responsible entity มีความรับผิดชอบทางแพ่ง หากผู้ลงทุนได้รับความเสียหายและในบางกรณีก็อาจจะมีผิดในทางอาญาด้วย

⁷¹ John McLaren and John Williams, Law of Investments, pp. 92-93.

ในกรณีของกรรมการและพนักงานของ responsible entity ตาม Chapter 5C แห่ง Corporations Act 2001 กำหนดไว้ดังนี้

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำโดยซื่อสัตย์
- หน้าที่ที่จะต้องกระทำการเพื่อประโยชน์ของสมาชิก ในกรณีที่มีความขัดแย้งกันระหว่างประโยชน์ของสมาชิกและประโยชน์ของตน ประโยชน์ของสมาชิกต้องมาก่อน
- หน้าที่ที่จะไม่นำข้อมูลซึ่งได้มาจากการทำหน้าที่เป็นกรรมการของ Responsible entity ไปใช้เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้เกิดความเสียหายแก่สมาชิกโครงการ
- หน้าที่ที่จะไม่ใช้ตำแหน่งกรรมการของตน ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อมไปในทางที่ไม่เหมาะสมเพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์สำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้สมาชิกเสียหาย
- หน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถึงระดับวิญญูชนพึงใช้หากอยู่ในฐานะของกรรมการ
- หน้าที่ที่จะต้องกระทำทุกวิถีทางที่วิญญูชนถึงกระทำหากอยู่ในฐานะของกรรมการเพื่อที่จะทำให้มั่นใจได้ว่า responsible entity ปฏิบัติตาม Corporations Act เงื่อนไขที่กำหนดไว้ในใบอนุญาต ตราสารจัดตั้งโครงการ และแผนดูแลการปฏิบัติงาน

สำหรับพนักงานของ responsible entity กฎหมายกำหนดว่าบุคคลดังกล่าวจะต้องไม่ใช้ตำแหน่งของตนหรือนำข้อมูลที่ได้มาเนื่องจากการเป็นพนักงานของ responsible entity ไปใช้เพื่อให้มาได้ซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้สมาชิกของโครงการเสียหาย การฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าวของกรรมการหรือพนักงานจะทำให้มีความรับผิดทางแพ่ง

6. การจดทะเบียนโครงการจัดการลงทุน และการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

เช่นเดียวกับกฎหมายของ SEC ฉบับอื่นๆ วิธีการที่ Corporations Acts ใช้ในการกำกับดูแลก็คือการกำหนดให้ A-REITs ซึ่งเป็นโครงการจัดการลงทุน (managed investment scheme) มาจดทะเบียน เพื่อให้ responsible entity ทำการเสนอขายหน่วยลงทุน และทำการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญต่างๆ ต่อนักลงทุนที่มีความประสงค์เข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนใน A-REITs

ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้วว่ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนมากมักอยู่ในรูปของ Managed Investment Schemes เพื่อวัตถุประสงค์ในการปฏิบัติตาม Corporations Act 2001 เนื่องจากกองทุนเหล่านี้มักจะเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับการระดมเงินเพื่อนำไปใช้ตามแผนการลงทุน (Investment Schemes) หรือโครงการลงทุนนั้น ๆ กำหนด เช่น การระดมเงินทุนไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น โดยที่สมาชิกของแผนหรือสมาชิกของโครงการไม่มีอำนาจควบคุมการบริหารงานของโครงการแบบวันต่อวัน โดยข้อกำหนดที่มีผลใช้บังคับโดยทั่วไปจะกำหนดให้โครงการจัดการลงทุนที่มีลักษณะตามที่กำหนดและไม่เข้าช้อยกเว้น ก็จะต้องนำมาจดทะเบียนกับ Australian Securities and Investment Commission (ASIC) ซึ่งมีข้อกำหนดและช้อยกเว้นดังนี้⁷²

6.1 โครงการจัดการลงทุนที่ต้องจดทะเบียน

บทบัญญัติมาตรา 601 ED(1)73 แห่ง Corporations Act 2001 กำหนดให้นำโครงการจัดการลงทุนมาจดทะเบียนกับ Australian Securities and Investments Commission (ASIC) ถ้าโครงการจัดการลงทุนมีลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) เป็นโครงการที่มีสมาชิกมากกว่า 20 ราย
- (2) เป็นโครงการที่จัดตั้งโดยบุคคลที่ประกอบธุรกิจจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน (business of promoting managed investment scheme) ในขณะที่มีการเสนอโครงการจัดการลงทุนนั้น ๆ หรือ

⁷² Paul von Nessen and Sean Robertson, *supra note* 55, pp. 30-34.

⁷³ a managed investment scheme must be registered under section 601EB if:

- (a) it has more than 20 members; or
- (b) it was promoted by a person, or an associate of a person, who was, when the scheme was promoted, in the business of promoting managed investment schemes; or
- (c) a determination under subsection (3) is in force in relation to the scheme and the total number of members of all of the schemes to which the determination relates exceeds 20.

(3) เป็นโครงการที่ ASIC กำหนดเป็นหนังสือว่าโครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น และจำนวนรวมของสมาชิกทั้งหมดของโครงการที่เกี่ยวข้องเกิน 20 ราย

ASIC ได้ออก Policy Statement 136 Managed Investment: Discretionary powers and closely related schemes กำหนดแนวทางพิจารณาโครงการจัดการลงทุนที่จะถือว่าเป็นโครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น ในกรณีที่มีข้อเท็จจริงต่อไปนี้⁷⁴

(1) โครงการแต่ละโครงการถูกจัดตั้งโดยบุคคลต่างกัน แต่ข้อเท็จจริงและสภาพของโครงการแสดงให้เห็นว่าผู้ริเริ่มก่อตั้งโครงการเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

(2) ธุรกิจหรือกิจกรรมของโครงการมีความคล้ายคลึงกัน เป็นโครงการที่เป็นส่วนหนึ่งของการจัดตั้งในระบบเดียวกัน (scheme form part of a systematic promotion) และมีข้อสงสัยว่า โครงการเหล่านั้นอาจเข้าลักษณะตามมาตรา 601 ED(1)(a) หรือ (b)

(3) โครงการมีลักษณะ (ก) คล้ายคลึงกับหนังสือชี้ชวนของโครงการอื่น ซึ่งมีเหตุอันควรสงสัยว่าอาจเกี่ยวข้องกับการเสนอขายส่วนได้เสียในโครงการ และ (ข) มีการแบ่งแยกโครงสร้างของโครงการ เพื่อให้การเสนอขายไม่ถูกกำหนดให้ต้องปฏิบัติตามหน้าที่เปิดเผยข้อมูลเพราะว่าเสนอขายไม่เกิน 20 ราย หรือเสนอขายไม่เกิน 2 ล้านดอลลาร์ ในรอบระยะเวลา 12 เดือนสำหรับแต่ละโครงการ

6.2 โครงการจัดการลงทุนที่ได้รับยกเว้นไม่ต้องมาจดทะเบียน

แม้ว่าโครงสร้างจัดการลงทุนจะเข้าลักษณะตามบทบัญญัติมาตรา 601 ED(1) แต่ก็มีข้อยกเว้นกำหนดไว้ตามมาตรา 601 ED(2) ว่า หากว่าในการออกเสนอขายส่วนได้เสีย ของโครงการทุกรุ่น Corporations Act มิได้กำหนดให้มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ (Product Disclosure Statement) โครงการนั้นก็ไม่ต้องมาจดทะเบียน

ข้อยกเว้นเกี่ยวกับการที่โครงการไม่ต้องมาจดทะเบียน เมื่อไม่มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์นั้น มีบทบัญญัติใน Chapter 7 financial services and markets

⁷⁴ Australian Securities and Investments Commission, Policy Statement 136 Managed Investment : Discretionary powers and closely related schemes [Online] 2000 from: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/ps136.pdf/\\$file/ps136.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/ps136.pdf/$file/ps136.pdf) [2009, February 10], p. 29

(เป็นส่วนที่แก้ไขเพิ่มเติมโดย Financial Service Reform Act 2001) ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนมาตรา 2 คือ

มาตรา 1012C กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ สำหรับการขายหรือเสนอขายจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม มาตรา 1012C(3) และ (4) เกี่ยวกับการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product) กำหนดให้การเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์กระทำเฉพาะในกรณีที่เป็นการขายผลิตภัณฑ์ต่อลูกค้ารายย่อย โดยมาตรา 761G(7) กำหนดว่าในกรณีดังต่อไปนี้ ไม่ถือเป็นการจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น ส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุนต่อลูกค้ารายย่อย

(1) ราคาของผลิตภัณฑ์เกินกว่าที่ระบุไว้ตามเกณฑ์

(2) การจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับธุรกิจ (ซึ่งมิใช่ธุรกิจขนาดเล็กตามที่นิยามไว้ในมาตรา 761G(12)⁷⁵)

(3) การจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับบุคคลที่มีสินทรัพย์สุทธิ 2.5 ล้านดอลลาร์ หรือมีเงินได้ในแต่ละปีในสองปีล่าสุด ปีละ 250,000 ดอลลาร์ หรือ

(4) การจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับผู้ลงทุนสถาบัน (professional investor) ตามที่นิยามไว้ในมาตรา 9⁷⁶

⁷⁵ มาตรา 761G(12) ธุรกิจขนาดเล็ก หมายความว่า ธุรกิจที่มีการจ้างงานน้อยกว่าอัตราดังต่อไปนี้

(ก) กรณีเป็นธุรกิจที่ผลิตสินค้า (manufacture of goods) มีการจ้างงานน้อยกว่า 100 คน

(ข) กรณีอื่นมีการจ้างงานน้อยกว่า 20 คน

⁷⁶ มาตรา 9 ผู้ลงทุนสถาบัน (professional investor) หมายความว่า บุคคลดังต่อไปนี้

(1) บุคคลที่ถือใบอนุญาตบริการทางการเงิน

(2) บุคคลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ APRA (Australian Prudential Regulation Authority) นอกจากทรัสต์ของบุคคลดังต่อไปนี้ (ตามความหมายของ Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) Superannuation fund, Approved deposit fund, Pooled superannuation trust, Public sector superannuation scheme

มาตรา 1012E ซึ่งใช้บังคับกับเฉพาะผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการจัดการลงทุน หรือผลิตภัณฑ์ทำนองเดียวกันที่กำหนดไว้ตามกฎหมายเกณฑ์ โดยผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการจัดการลงทุนรวมถึงโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน และส่วนได้เสียที่คล้ายคลึงกันในโครงการต่างประเทศ (foreign scheme) ที่ถูกกำหนดให้ต้องจดทะเบียนถ้าหากดำเนินการในประเทศออสเตรเลีย โดยมาตรา 1012E กำหนดให้ในกรณีดังต่อไปนี้ ไม่ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์สำหรับการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินดังกล่าว

(3) บุคคลที่จดทะเบียนภายใต้ Financial Corporations Act 1974

(4) บุคคลที่เป็นทรัสต์ของ Superannuation fund, Approved deposit fund, Pooled superannuation trust, Public sector superannuation scheme

ตามความหมายของ Superannuation Industry (supervision) Act 1993 และ กองทุน กองทรัสต์หรือโครงการที่มีสินทรัพย์สุทธิอย่างน้อย 10 ล้านดอลลาร์

(5) บุคคลที่มีเงินลงทุนอย่างน้อย 10 ล้านดอลลาร์ (person control at least \$10 million) (รวมถึงจำนวนที่ถือโดยจำนวนผู้ที่เกี่ยวข้องหรือภายใต้ทรัสต์ที่บุคคลนั้นถืออยู่)

(6) บุคคลที่เป็นนิติบุคคลจดทะเบียน หรือองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องของของนิติบุคคลจดทะเบียน

(7) บุคคลที่เป็นหน่วยงานมหาชนที่ได้รับยกเว้น (exempt public authority)

(8) บุคคลที่เป็นองค์กรธุรกิจ (body corporate) หรือ unincorporated body ซึ่ง

(ก) ดำเนินธุรกิจจัดการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product) ผลประโยชน์ในที่ดินหรือการลงทุนอื่น และ

(ข) เพื่อวัตถุประสงค์ข้างต้น กองทุนได้รับการเสนอหรือเชิญชวนต่อประชาชนตามความหมายในมาตรา 82

(9) บุคคลที่เป็นนิติบุคคลต่างประเทศที่จัดตั้งขึ้นหรือประกอบกิจการในประเทศออสเตรเลียซึ่งมีลักษณะเดียวกับกองทุนตามวรรคที่กล่าวมาข้างต้น

(1) ผลิตภัณฑ์ทางการเงินทั้งหมดนั้นออกโดยผู้ออก (issuer) รายเดียวกัน และ

(2) ไม่มีผลของการเสนอขายใดที่มีผู้ซื้อมากกว่าชั้นสูงสุดที่ 20 ราย และ

(3) ไม่มีผลของการเสนอขายใดที่มากกว่าชั้นสูงสุดที่ 2 ล้านดอลลาร์

โดยตามมาตรา 1012E(6) และ (7) การเสนอขายครั้งย่อยๆ อาจเกินกว่าข้อจำกัดตาม (2)(3) ได้ ถ้าหากรวมกันแล้วเกินชั้นสูงสุด (ceiling) ในรอบระยะเวลา 12 เดือนใดๆ

ผลที่เกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลกับข้อกำหนดในการจดทะเบียน คืออาจมีกรณีที่โครงการจัดการลงทุนที่ไม่จดทะเบียนหลีกเลี่ยงกฎเกณฑ์ได้ โดยเพิ่มจำนวนสมาชิก 20 รายในแต่ละปี ตราบเท่าที่การระดมเงินในแต่ละปีมีจำนวนน้อยกว่า 2 ล้านดอลลาร์ เพราะฉะนั้น จึงมีมาตรา 1012K เปิดทางให้ ASIC สามารถรวมจำนวนคน และจำนวนเงินเพื่อวัตถุประสงค์ของการกำหนดชั้นสูงสุด (ceiling) ที่ 20 รายและ 2 ล้านดอลลาร์ เพื่อมิให้มีการหลีกเลี่ยงบทบัญญัตินี้ ซึ่งก่อให้เกิดความเสียหายในเชิงพาณิชย์ได้

7. แผนการดำเนินการตามกฎหมายของกองทุนและข้อกำหนดทางกฎหมายอื่นๆ

Managed Investment Schemes ที่จดทะเบียนตามกฎหมายแล้วต้องมีแผนการจัดตั้งและการดำเนินการตามกฎหมายของโครงการซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดใน Corporations Act และต้องจัดให้มีผู้สอบบัญชีที่ได้รับการแต่งตั้งขึ้นเพื่อตรวจสอบความเพียงพอของแผนการดำเนินการตามกฎหมายและการปฏิบัติตามแผนการนั้น นอกจากนี้ กฎหมายยังได้กำหนดให้คณะกรรมการของ responsible entity อย่างน้อยก็หนึ่งต้องประกอบไปด้วยบุคคลภายนอก หรือ responsible entity ต้องจัดให้มีคณะกรรมการดูแลด้านการปฏิบัติตามกฎหมายโดยเฉพาะซึ่งสมาชิกของคณะกรรมการดังกล่าวเกินกว่ากึ่งหนึ่งต้องเป็นบุคคลภายนอก

8. การควบรวมกิจการ (Takeover)⁷⁷

กฎหมายเกี่ยวกับ A-REITs ในประเทศออสเตรเลียแตกต่างจากในประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเอเชียที่ได้วางกฎเกณฑ์เกี่ยวกับเรื่องการควบรวมกิจการของ A-REITs ไว้โดยมี

⁷⁷ John Sullivan, *supra* note 57, pp. 6-7

ลักษณะคล้ายคลึงกับกฎเกณฑ์การควบรวมกิจการในบริษัททั่วไป โดยหลักเกณฑ์การควบรวมกิจการได้ถูกนำมาใช้กับ A-REITs เป็นครั้งแรกในปี 1999 ซึ่งหลักเกณฑ์โดยพื้นฐานมีดังนี้

- การทำ tender offer

เว้นแต่จะได้รับอนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุน หากบุคคลใดบุคคลหนึ่งเมื่อรวมกับบุคคลผู้เกี่ยวข้องกันแล้วมีการได้มาซึ่งหน่วยลงทุนของ A-REITs เกินกว่า 20% ของหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนจะต้องทำข้อเสนอซื้อหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุน

- การรายงานการถือครองหน่วยลงทุน

บุคคลใดถือครองหน่วยลงทุนใน A-REITs เกินกว่า 5% ของหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุน จะต้องรายงานการถือครองหน่วยลงทุนให้ตลาดทราบ

6.4.2 กฎหมายเกี่ยวกับการจำหน่ายหลักทรัพย์

ภายหลังจากที่ได้มีการจดทะเบียนต่อ ASIC แล้ว ขั้นตอนต่อไปก็คือการเสนอขายหน่วยลงทุน (ตามกฎหมายของประเทศออสเตรเลีย ใช้คำว่า “ส่วนได้เสีย”) ต่อผู้ลงทุนที่มีความประสงค์จะเข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนในโครงการจัดการลงทุน ส่วนได้เสีย (interests) ทั้งในโครงการจัดการลงทุนที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนถือเป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product)⁷⁸ ทั้งสิ้น อย่างไรก็ตาม ส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุนบางประเภท คือ โครงการ

⁷⁸ มาตรา 763A กำหนดนิยามทั่วไปของ “ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน” ว่าหมายถึง การลงทุนทางการเงิน การจัดการความเสี่ยงทางการเงิน หรือการชำระหนี้ด้วยวิธีการอื่นที่มีใช้เงินสด โดยเป็นการกระทำผ่านหรือเพื่อให้ได้มาซึ่งสิ่งอำนวยความสะดวกทางการเงิน และ

มาตรา 764A(1) ระบุเฉพาะถึงสิ่งที่เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ว่ารวมถึงสิ่งต่อไปนี้

(a) หลักทรัพย์ [มาตรา 9 บัญญัติว่าให้มีความหมายตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 92 ซึ่งมีความหมายถึงส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุนด้วย]

(b) สิ่งที่เกี่ยวข้องกับโครงการจดทะเบียนดังต่อไปนี้

(i) ส่วนได้เสียในโครงการ

(ii) สิทธิ (right) อันชอบธรรมหรือตามกฎหมาย หรือผลประโยชน์ในส่วนได้เสียเหนือ

(i)

(iii) สิทธิ (option) ที่ได้มาโดยการออกส่วนได้เสียหรือสิทธิ (right) เหนือ (i) หรือ (ii)

จัดการลงทุนที่ (1) เป็นโครงการที่มีสมาชิกลดกว่า 20 ราย (2) ไม่ได้เป็นโครงการที่จัดตั้งโดยบุคคลที่ประกอบธุรกิจจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน (business of promoting investment scheme) ในขณะที่มีการเสนอโครงการจัดการลงทุนนั้นๆ (3) ไม่ได้เป็นโครงการที่ ASIC กำหนดเป็นหนังสือว่า โครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น และจำนวนรวมของสมาชิกทั้งหมดของโครงการที่เกี่ยวข้องกันเกินกว่า 20 ราย และ (4) ไม่ได้จดทะเบียน⁷⁹ ก็ไม่ถือรวมอยู่ในนิยามผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ดังนั้นบทบัญญัติเกี่ยวกับธุรกิจที่ต้องได้รับอนุญาตก็จะไม่ใช้กับการประกอบธุรกิจบริการทางการเงินที่เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์นั้น โดยกฎหมายที่เข้ามามีบทบาทสำคัญ คือ Corporations Act 2001 โดยมีสาระสำคัญ ดังนี้

การจดทะเบียนหรือขายส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน จัดเป็นการให้บริการทางการเงินธุรกิจต้องได้รับ AFS license ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer license) ตามมาตรา 766C ที่ได้กำหนดไว้ว่าการทำธุรกรรม หมายความว่ารวมถึงกรณีดังต่อไปนี้

- (1) การนำมาหรือได้มาซึ่งผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (applying for or acquiring financial product)
- (2) การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (issuing a financial product)
- (3) การจดทะเบียนหลักทรัพย์หรือส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน (in relation to securities or managed investment interests-underwriting the securities or interests)
- (4) การแปลงผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (varying a financing product)

(c) สิ่งต่อไปนี้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนซึ่งไม่ใช่โครงการจดทะเบียนนอกจากโครงการ (ไม่ว่าจะประกอบภายในประเทศหรือไม่) ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อใดๆ ที่กำหนดไว้ในมาตรา 601 ED(1)(a) (b) และ (c)

- (i) ส่วนได้เสียในโครงการ
- (ii) สิทธิ (right) อันชอบธรรมหรือตามกฎหมาย หรือผลประโยชน์ในส่วนได้เสียเหนือ
- (i) สิทธิ (option) ที่ได้มาโดยการออกส่วนได้เสียหรือสิทธิ (right) เหนือ (i) หรือ (ii)

⁷⁹ มาตรา 765A (1)(s) ประกอบมาตรา 601 ED (1) (a), (b) และ (c)

(5) การขายผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (disposing of a financial product) ตามมาตรา 601FA กำหนดว่า responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้ จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับ AFS license ประเภทที่อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน (Australian financial service license authorizing it to operate a managed investment scheme) และตาม ASIC Policy Statement 130 Managed investment: Licensing กำหนดให้ผู้ขออนุญาตต้องมี AFS license ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer license) ด้วย ทั้งนี้เนื่องจากการจัดการโครงการจดทะเบียนโดยทั่วไปแล้วก็จะเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น การออกเสนอขายส่วนได้เสียในโครงการ และการทำธุรกรรมในการลงทุนของโครงการ ผู้ขออนุญาตจัดการโครงการจดทะเบียนจึงต้องได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้วย

6.4.3 กฎหมายเกี่ยวกับการดำเนินการและการจัดการ

กฎหมายในส่วนนี้จะเกี่ยวข้องกับการดำเนินการและการจัดการเพื่อให้ A-REITs เป็นไปตามข้อกำหนดที่กฎหมายกำหนด โดยกฎหมายในส่วนนี้มีสาระสำคัญดังนี้

6.4.3.1 กฎหมายภาษีอากร⁸⁰

ระบบกฎหมายภาษีและกฎหมายว่าด้วยทรัสต์ของออสเตรเลียเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผู้จัดการกองทุนที่มีความเชี่ยวชาญมักเลือกการถือครองอสังหาริมทรัพย์ในระยะยาวและเป็นเหตุผลที่ทำให้ A-REITs ที่จดทะเบียนมักจะเลือกระดมทุนผ่านทางตราสารทุนมากกว่าตราสารหนี้

ระบบกฎหมายภาษีของออสเตรเลียที่กำหนดให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะต้องเป็นกองทุนที่มีการดำเนินการและอนุญาตให้กองทุนสามารถจัดสรรผลประโยชน์คืนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ถึงร้อยละ 100 ของกระแสเงินสดที่กองทุนได้รับจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เป็นสาเหตุที่ทำให้ A-REITs สามารถสร้าง yield ได้มาก แต่ในทางกลับกันก็ทำให้ A-REITs ต้องพึ่งพาความสามารถในการระดมทุนของตนอย่างมากเพื่อหาเงินทุนมาดำเนินการบำรุงรักษาทรัพย์สินและเพื่อการบริหารจัดการกองทุนในแง่ต่างๆ โดยโครงสร้างและกรอบกฎหมายในปัจจุบันก็ประสงค์ที่จะสนับสนุนการระดมทุนของกองทุนโดยการกำหนดกฎเกณฑ์

⁸⁰ Darrell Wright, *supra* note 10, pp. 41-42

เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล การจดทะเบียนกองทุน และการขอใบอนุญาต ซึ่งเป็นไปเพื่อยกระดับความโปร่งใสและบรรษัทภิบาลอันจะเป็นการช่วยเพิ่มความมั่นใจของนักลงทุน

1. เงินได้สุทธิ การหักค่าเสื่อม และการจัดสรรเงินสด

ภายใต้กฎหมายภาษีของประเทศออสเตรเลีย A-REITs ไม่มีหน้าที่ต้องเสียภาษีจากเงินได้ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตราบเท่าที่เงินได้เหล่านั้นได้รับการจัดสรรไปสู่ผู้ถือหน่วยลงทุน ซึ่งผู้ถือหน่วยลงทุนจะเป็นผู้รับภาระภาษีจากเงินได้เหล่านั้นเอง

นอกจากนี้ A-REITs ยังสามารถนำค่าเสื่อมของทรัพย์สินในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มาหักลดหย่อนออกจากเงินได้สุทธิของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ได้ อันจะทำให้ผู้ถือหน่วยลงทุนมีผลในทางภาษีเสมือนได้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เองโดยตรง กล่าวคือ เสมือนตนเองสามารถนำค่าเสื่อมของทรัพย์สินมาหักลดหย่อนเพื่อคำนวณภาษีของตนเองได้นั่นเอง

ด้วยเหตุนี้จำนวนเงินสดที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์คงเหลือเพื่อจัดสรรคืนให้ผู้ถือหน่วยลงทุนจึงมีปริมาณมากกว่าเงินได้สุทธิที่เกิดจากการคำนวณเพื่อพิจารณาภาระภาษี โดยหากจำนวนเงินที่จัดสรรคืนให้แก่ผู้ถือหน่วยมีปริมาณมากกว่าเงินได้สุทธิดังกล่าว เงินจำนวนดังกล่าวจะถือว่าเป็นเงินได้เกินกว่าทุนหรือ capital gain จากการลงทุนในหน่วยลงทุน ซึ่งผู้ถือหน่วยจะยังไม่ต้องเสียภาษีในเงินได้ส่วนที่เกินนี้จนกว่าผู้ถือหน่วยจะได้อขายหน่วยลงทุนนี้ไป

อย่างไรก็ดี หลักเกณฑ์ภาระภาษีดังที่ได้กล่าวข้างต้นจะไม่นำไปใช้กับกองทุนที่มีการซื้อขายสาธารณะ (Public Trading Trust) โดยกองทุนที่มีการซื้อขายสาธารณะนี้ หมายถึง กองทุนที่ซึ่งในระหว่างปีภาษี (ก) มีการดำเนินการในรูปแบบธุรกิจซื้อขาย (Trading Business) หรือ (ข) มีอำนาจควบคุมไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมในบริษัทที่ประกอบธุรกิจซื้อขาย (Trading business) โดยธุรกิจซื้อขายหมายถึงธุรกิจที่ซึ่งลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์อื่นที่ไม่ใช่การเก็บค่าเช่า ด้วยเหตุผลทางภาษีดังกล่าวข้างต้นนี้เอง A-REITs จึงมักจัดโครงสร้างของตนเป็นกองทุนที่มีการดำเนินการ (passive vehicle)

2. ภาระภาษีในหลักทรัพย์รูปแบบ Stapled

โครงสร้างของหลักทรัพย์รูปแบบ Stapled นั้นเปิดโอกาสให้กองทุนได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ซึ่งหากบริษัทเป็นผู้ลงทุนและบริหารอสังหาริมทรัพย์นั่นเองแล้วจะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์นั้น ๆ โดยในกรณีของ A-REITs ที่จัดโครงสร้างแบบ Stapled นั้นเงินปันผลที่บริษัทผู้มีหน้าที่รับผิดชอบ (บริษัทจัดการกองทุน) จัดสรรให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์

Stapled จะต้องเสียภาษีอย่างเงินปันผลทั่วไปรวมถึงมีสิทธินำเงินปันผลดังกล่าวมาเครดิตภาษีอย่างเช่นเงินปันผลทั่วไปด้วย

3. อากรแสตมป์

กฎหมายออสเตรเลียกำหนดให้การโอนอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต้องเสียอากรแสตมป์ในอัตราไม่เกิน 6.75% ของมูลค่าทรัพย์สินที่ปราศจากภาระผูกพันของกองทุน ซึ่งเพื่อป้องกันการหลีกเลี่ยงภาษีอากร กฎหมายภาษีที่ดิน (Land Rich Duty) ได้กำหนดให้การได้มาซึ่งหลักทรัพย์ใด ๆ จากบริษัทหรือกองทุนที่ถือครองอสังหาริมทรัพย์จะต้องเสียภาษีเช่นเดียวกับและให้อัตราเดียวกันกับภาษีที่เกิดขึ้นจากการโอนอสังหาริมทรัพย์ แต่บทบัญญัติของกฎหมายภาษีที่ดินดังกล่าวนี้จะไม่ใช้บังคับต่อการออกหรือการโอนหน่วยลงทุนใน A-REITs

6.4.3.2 กฎหมายหลักทรัพย์ (Securities Laws)

1. หลักเกณฑ์การจดทะเบียน

A-REITs ที่สามารถจดทะเบียนกับทาง Australian Stock Exchange Limited (ASX) เพื่อทำการซื้อขายส่วนได้เสีย (interest) ใน ASX นั้นต้องมีคุณสมบัติดังนี้⁸¹

(1) A-REITs ต้องมีผู้ถือหน่วยลงทุนรายย่อยไม่น้อยกว่า 400 คน ซึ่งถือหน่วยลงทุนรวมกันไม่น้อยกว่า 2,000 เหรียญออสเตรเลีย (Spread Test)

(2) ทรัพย์สินของ A-REITs ในการจดทะเบียนหลักทรัพย์ A-REITs ต้องผ่านคุณสมบัติด้านผลกำไรหรือด้านทรัพย์สินของกองทุนอย่างใดอย่างหนึ่ง ซึ่งโดยมากแล้ว A-REITs มักเลือกที่จะใช้เกณฑ์ด้านทรัพย์สินของกองทุนเนื่องจากกองทุนมักจะได้รับการจัดตั้งขึ้นเป็นเวลานานก่อนที่จะยื่นขอจดทะเบียนหลักทรัพย์อื่นทำให้ผลกำไรของกองทุนไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด สำหรับเกณฑ์ด้านทรัพย์สินนั้นกำหนดให้ A-REITs ต้องมีทรัพย์สินไม่น้อยกว่า 15 ล้านเหรียญออสเตรเลียโดยไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของทรัพย์สินทั้งหมดของกองทุนต้องเป็นทรัพย์สินที่กองทุนจะนำไปลงทุนตามโครงการ

(3) A-REITs จดทะเบียนภายใต้ Corporations Act 2001 ในฐานะ Management Investment Schemes (MIS)

⁸¹ John Sullivan, *supra* note 57, p. 8

(4) Responsible Entity ของ A-REITs ต้องไม่ตกอยู่ภายใต้ภาระผูกพันในอันที่จะต้องอนุญาตให้นักลงทุนสามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนหรือออกจากกรเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ

(5) A-REITs ต้องมีโครงสร้างและการดำเนินการเหมาะสมกับการเป็นองค์กรจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์ของประเทศออสเตรเลีย (ASX) จะพิจารณาการจัดโครงสร้างการเป็นเจ้าของร่วมในทรัพย์สินของกองทุน (ประเภทที่มีการกำหนดสิทธิอนุญาตให้ผู้สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งมีสิทธิเข้าซื้อทรัพย์สินก่อน) และการมีสัญญาบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทุนเป็นพิเศษเพื่อประเมินความเหมาะสมของการเข้าเป็นองค์กรจดทะเบียน

(6) ในกรณีที่ A-REITs เป็นเจ้าของทรัพย์สินร่วมกับบุคคลอื่น กองทุนจะต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับข้อตกลงในการเป็นเจ้าของร่วมใน PDS อย่างชัดเจนและคู่สัญญาซึ่งมีสิทธิที่จะได้ไปซึ่งทรัพย์สินในกรณีต่าง ๆ จะต้องซื้อทรัพย์สินไปในราคาตลาดและจะต้องได้รับการตรวจสอบโดยผู้ประเมินราคาอิสระ

(7) ในกรณีที่ A-REITs มีผู้จัดการกองทุนแยกต่างหากจาก Responsible Entity ซึ่งเป็นปกติในกรณีที่เจ้าของสังหาริมทรัพย์นำทรัพย์สินสำคัญ ๆ หรือนำความเชี่ยวชาญมาเสนอขายในการเสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก แต่เดิมตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียจะกำหนดข้อจำกัดในการทำสัญญาบริหารจัดการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องระยะเวลาของสัญญา แต่ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียได้เปลี่ยนข้อจำกัดดังกล่าวมาเป็นการเพิ่มหน้าที่เปิดเผยข้อมูลแทน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะช่วยให้ผู้จัดการกองทุนมีความยืดหยุ่นในการทำงานมากขึ้น

2. หลักเกณฑ์การดำรงสถานะของ A-REITs⁸²

A-REITs ต้องดำรงสถานะดังต่อไปนี้

(1) หลักเกณฑ์ป้องกันการลดสัดส่วนของผู้หน่วยลงทุน (Anti-dilution rules) กล่าวคือ A-REITs สามารถออกหลักทรัพย์ใหม่ได้โดยไม่ต้องขออนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุนหากแต่ต้องตกอยู่ภายใต้ข้อจำกัดบางประการตามที่ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียกำหนด เช่น การออกและเสนอขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนเดิมตามสัดส่วนหรือการออกหน่วยลงทุนภายใต้ Distribution Reinvestment Plan นอกจากนี้ A-REITs ยังไม่สามารถ

⁸² *Ibid.*, pp. 9-10

ออกหน่วยลงทุนได้เกินกว่า 15% ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุนภายในระยะเวลา 12 เดือนใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุน

(2) การออกและเสนอขายส่วนได้เสียให้แก่กรรมการ/บริษัทในเครือ กล่าวคือ เว้นแต่มีข้อยกเว้นเป็นอย่างอื่น A-REITs ไม่สามารถออกและเสนอขายหน่วยลงทุนให้แก่บุคคลที่เกี่ยวข้อง ซึ่งรวมถึงกรรมการและครอบครัว โดยไม่ได้รับอนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุน

(3) การทำธุรกรรมกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน กล่าวคือ A-REITs ไม่สามารถทำธุรกรรมอันเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินอันเป็นสาระสำคัญของกองทุนให้แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกันของกองทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่ และบุคคลอื่นใดที่อยู่ในฐานะที่จะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของกองทุน โดยไม่ได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุน โดยทรัพย์สินอันเป็นสาระสำคัญ ได้แก่ ทรัพย์สินที่มีมูลค่ามากกว่า 5% ของมูลค่าหน่วยลงทุนทั้งหมดของกองทุน ณ รอบบัญชีสุดท้ายที่ยื่นต่อตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย

(4) การทำธุรกรรมที่มีนัยสำคัญ กล่าวคือ A-REITs ไม่สามารถทำธุรกรรมที่มีผลเป็นการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญโดยทั่วไปหรือเป็นการเปลี่ยนแปลงขนาดของกองทุนโดยไม่ได้แจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียทราบ ซึ่งในบางกรณีตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียอาจกำหนดให้กองทุนต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหน่วยลงทุนก่อนการดำเนินธุรกรรม

(5) ค่าธรรมเนียม กล่าวคือ ตราสารจัดตั้งกองทุน A-REITs อาจกำหนดให้มีการจ่ายค่าธรรมเนียมจัดการกองทุนหรือค่าธรรมเนียมบริหารกองทุนในรูปของหน่วยลงทุนได้ โดยต้องได้รับการผ่อนผันจากตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย

(6) การเพิกถอนหน่วยลงทุนนอกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน กล่าวคือ A-REITs ไม่สามารถร้องขอเพิกถอนหน่วยลงทุนนอกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนได้โดยไม่ได้รับอนุมัติจากตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียและผู้ถือหน่วยลงทุน

(7) บรรษัทภิบาล กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียได้จัดทำหลักการและข้อแนะนำสำหรับการมีบรรษัทภิบาลที่ดีขึ้นเพื่อสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนทั้งหลายได้ยกระดับบรรษัทภิบาลของตน ซึ่งหลักการดังกล่าวรวมถึงองค์ประกอบของคณะกรรมการ (ซึ่งควรมีกรรมการอิสระเป็นองค์ประกอบด้วย) การรายงานทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูลอย่างต่อเนื่อง และการควบคุมภายในและการปฏิบัติตามกฎหมาย โดยหลักการและข้อแนะนำดังกล่าวไม่ได้มีฐานะเป็นกฎหมายแต่อย่างใด หากแต่บริษัทจดทะเบียนต้องระนุ

ข้อความเกี่ยวกับการดำเนินการตามหลักการและข้อแนะนำดังกล่าวของตนไว้ในรายงานประจำปี โดยหากไม่ปฏิบัติตามก็ต้องระบุเหตุผลแห่งการไม่ปฏิบัติตามไว้ในรายงานประจำปีนั้นด้วย

6.5 การกำกับดูแล A-REITs

สำหรับตลาด A-REITs ซึ่งมีขึ้นเพื่อประโยชน์ในการระดมเงินทุนของกองทุน A-REITs นั้น การสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนเป็นสิ่งที่สำคัญมากที่สุด ซึ่งมาตรการสำคัญที่ช่วยสนับสนุนความเชื่อมั่นของนักลงทุน ได้แก่ กฎเกณฑ์และมาตรการควบคุม A-REITs ในฐานะที่เป็น Managed Investment Schemes และมาตรการต่าง ๆ ที่ช่วยสร้างความโปร่งใสไม่ว่าจะเป็นระบบการจดทะเบียนทรัพย์สินของกองทุนที่กำหนดให้กองทุนจะต้องเปิดเผยข้อมูลสำคัญ ๆ ของทรัพย์สินรวมตลอดจนการทำธุรกรรมต่าง ๆ ของกองทุน รวมถึงหน้าที่เปิดเผยข้อมูลอันเป็น ongoing obligation ต่าง ๆ ของกองทุนและหน่วยลงทุนอีกด้วย ด้วยมาตรการสร้างความเชื่อมั่นและยกระดับความโปร่งใสดังกล่าวนี้เองทำให้ตลาด A-REITs เป็นภาคส่วนหนึ่งที่มีความสำคัญมากในภาคเศรษฐกิจของออสเตรเลียในปัจจุบัน

ตามมาตรา 601FA กำหนดว่า responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้ จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับ AFS license ประเภทที่อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน (Australian financial service license authorizing it to operate a managed investment scheme) และตาม ASIC Policy Statement 130 Managed investment: Licensing กำหนดให้ผู้ขออนุญาตต้องมี AFS license ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer License) ด้วย ทั้งนี้เนื่องจากการจัดการโครงการจดทะเบียนโดยทั่วไปแล้วก็จะเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น การออกเสนอขายส่วนได้เสียในโครงการ และการทำธุรกรรมในการลงทุนของโครงการ ผู้ขออนุญาตจัดการโครงการจดทะเบียนจึงต้องได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้วย⁸³

หลักเกณฑ์การให้ใบอนุญาตและการประกอบธุรกิจนั้น responsible entity จะต้องมีความสัมพันธ์ทั้งทางด้านการเงินและด้านอื่น ๆ ตามที่ ASIC กำหนด ซึ่งคุณสมบัติทางด้านการเงินที่ ASIC กำหนดได้แก่⁸⁴

⁸³ Australian Securities and Investment Commission, AFS Licensing Kit: Part 2 [Online] 2004 Available from: <http://www.asic.gov.au> [2009, Jan 15], p. 13

⁸⁴ Darrell Wright, *supra note* 10, p. 43

(1) มีระบบการจัดการและบริหารความเสี่ยง

(2) มีทรัพย์สินสุทธิในทางบวก ไม่ตกอยู่ในสภาพหนี้สินล้นพ้นตัว มีปริมาณเงินสดเพียงพอสำหรับการบริหารจัดการ (ซึ่งรวมถึงการชำระหนี้ตามภาระผูกพันต่าง ๆ) เป็นเวลา 3 เดือน

(3) มีปริมาณสินทรัพย์ที่มีรูปร่างไม่เกิน 5 ล้านเหรียญออสเตรเลีย

(4) มีสภาพคล่องส่วนเกินจำนวน 50,000 เหรียญออสเตรเลีย

ส่วนคุณสมบัติด้านอื่นๆ เน้นที่ระบบต่างๆ ของบริษัท การควบคุมดูแล ลูกจ้าง พนักงานที่ได้รับการฝึกฝนและมีจำนวนเพียงพอ เทคโนโลยีต่างๆ และทรัพยากรด้านอื่นๆ ของบริษัท โดย ASIC มีดุลพินิจตามมาตรา 787(2B) ในการออกข้อกำหนดเพิ่มเติมในเรื่องหลักเกณฑ์การให้ใบอนุญาตนี้ และอาจกำหนดเงื่อนไขในการให้ใบอนุญาตได้ด้วย⁸⁵

ในส่วนหลักเกณฑ์การประกอบธุรกิจที่สำคัญของผู้ให้บริการได้ถูกกำหนดไว้ใน Corporations Act 2001 ดังต่อไปนี้⁸⁶

(1) หน้าที่ทั่วไปของผู้ได้รับใบอนุญาต

(1.1) ให้บริการอย่างมีประสิทธิภาพ ซื่อสัตย์ และเป็นธรรม

(1.2) ปฏิบัติตามเงื่อนไขของใบอนุญาตที่ได้รับ

(1.3) ดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของตนให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

(1.4) มีบุคลากรและระบบงานที่แสดงได้ว่ามีความพร้อมในการประกอบ

ธุรกิจและต้องดำรงความพร้อมดังกล่าวตลอดเวลาในการประกอบธุรกิจ

(1.5) จัดให้มีการอบรมแก่ตัวแทนเพื่อให้มีความพร้อมในการปฏิบัติหน้าที่

(1.6) จัดให้มีระบบการระงับข้อพิพาทตามที่กำหนด ในกรณีที่มีการ

ให้บริการแก่ลูกค้ารายย่อย

(1.7) จัดให้มีระบบการจัดการความเสี่ยงที่เพียงพอและเหมาะสม

(1.8) มีข้อกำหนดเกี่ยวกับค่าเสียหายที่เกิดขึ้นกับลูกค้ารายย่อย

⁸⁵ Malcolm Turnbull, Review of the Managed Investment Act 1998 [Online] 2001 Available from: <http://miareview.treasury.gov.au/content/reports/download/final%20Report.rtf> [2009 Jan 10], p. 26

⁸⁶ Australian Securities and Investment commission, Licensing: The scope of the licensing regime: Financial product advice and dealing. An ASIC guide [Online], 2005 Available from: <http://www.asic.gov.au> [2009, Jan 15], pp. 21-22

(2) หลักเกณฑ์ในการปฏิบัติหน้าที่ และการเปิดเผยข้อมูล

ผู้ได้รับอนุญาตมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตาม Corporations act และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการทางการเงินหลายประการ ซึ่งรวมถึง

(2.1) รายงานต่อ ASIC เมื่อมีการกระทำผิดหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ใน มาตรา 912A

(2.2) การเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนดใน Part 7.7 ของ Corporations Act 2001

(2.3) การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ใน Part 7.8 ของ Corporations Act 2001

(2.4) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินตามที่กำหนด

(2.5) ปฏิบัติตามบทบัญญัติเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้บริโภคตาม Australian Securities and Investment Commission Act 2001

จากหลักเกณฑ์ดังกล่าว กล่าวโดยสรุปได้ว่าหน้าที่เปิดเผยข้อมูลของ responsible entity นั้นมีอยู่ 2 ช่วงเวลา⁸⁷ คือ

(1) หน้าที่เปิดเผยข้อมูลในการออกและเสนอขายหน่วยลงทุนครั้งแรก ในการออกและเสนอขายหน่วยลงทุนในแก่นักลงทุนรายย่อยนั้น จะต้องมีการจัดเตรียมและเผยแพร่หนังสือชี้ชวน (Product Disclosure Statement: PDS) ให้แก่นักลงทุนรายย่อย

PDS จะต้องประกอบด้วยข้อมูลและข้อความเกี่ยวกับหน่วยลงทุนที่จะออกและเสนอขายซึ่งเป็นข้อมูลที่จำเป็นสำหรับนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลดังกล่าว รวมถึงข้อมูลเกี่ยวกับผลประโยชน์ ความเสี่ยง ค่าใช้จ่าย ค่านายหน้า ลักษณะที่สำคัญของกองทุน ภาระภาษีที่สำคัญของกองทุน การระงับข้อพิพาท ระยะเวลาที่นักลงทุนสามารถยกเลิกการซื้อหน่วยลงทุนได้ (Cooling off period) รวมถึงข้อมูลอื่น ๆ เกี่ยวกับมาตรฐานแรงงาน สิ่งแวดล้อม สังคม หรือมาตรฐานทางจริยธรรมที่ข้อมูลที่กล่าวเหล่านั้นสำคัญและจำเป็นสำหรับการตัดสินใจของนักลงทุน

⁸⁷ John Sullivan, *supra* note 57, p. 8

หลักเกณฑ์ดังกล่าวจะไม่นำไปใช้บังคับกับการออกและเสนอขาย หน่วยลงทุนแก่นักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายใหญ่ผู้ซึ่งมีทรัพย์สินหรือรายได้สุทธิมากกว่า จำนวนที่กฎหมายกำหนดและไม่มีวัตถุประสงค์ในการเข้าลงทุนในหน่วยลงทุนดังกล่าวอย่างเป็นทางการ หรือในกรณีอื่น ๆ ที่ซึ่งจะไม่ใช่เป็นการออกและเสนอขายหน่วยลงทุนให้กับนักลงทุนรายย่อย นอกจากนี้ยังมีข้อยกเว้นการปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าวสำหรับการออกและเสนอขายในวงเงิน จำกัด หรือเพื่อการครอบงำกิจการ หรือเพื่อสถานการณ์พิเศษอย่างอื่น

(2) หน้าที่เปิดเผยข้อมูลในขณะดำเนินการกองทุน (Ongoing Disclosure)

กฎหมายกำหนดหน้าที่เปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ทั้งที่เกี่ยวข้องกับ Managed Investment Scheme เองและที่เกี่ยวข้องกับ PDS โดยกฎหมายกำหนดให้ Managed Investment Scheme ต้องจัดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินประจำปีที่ได้รับการ ตรวจสอบแล้ว รายงานของคณะกรรมการ และรายงานทางการเงินขององค์กรที่มีหน้าที่รับผิดชอบ (บริษัทจัดการโครงการ) ซึ่งองค์กรที่มีหน้าที่รับผิดชอบ (บริษัทจัดการโครงการ) มีหน้าที่ต้องจัดทำ อยู่แล้วในฐานะที่เป็นบริษัทมหาชนจำกัด องค์กรที่มีหน้าที่รับผิดชอบ (บริษัทจัดการโครงการ) ยัง ต้องจัดเตรียมรายงานประจำปีเพื่อเผยแพร่ให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนหรือสมาชิกโครงการทั้งหลาย รวมตลอดจนต้องจัดเตรียมรายงานในฐานะผู้ได้รับใบอนุญาตให้แก่ ASIC ด้วย ในส่วนของกองทุน รวมหรือโครงการลงทุน (Managed Investment Scheme) เองนั้นก็จัดจัดทำงบการเงินรายครึ่งปี ที่ได้รับการตรวจสอบแล้วพร้อมทั้งรายงานคณะกรรมการเพื่อเปิดเผยเช่นกัน

ในกรณีของโครงการลงทุนที่มีหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ใน ASX เช่น หน่วยลงทุนของ A-REITs จะมีหน้าที่เพิ่มเติมในการเปิดเผยข้อมูลใด ๆ ซึ่งไม่เป็นที่ เปิดเผยเป็นการทั่วไปแต่บุคคลผู้เป็นวิญญูชนย่อมคาดหมายได้ว่าหากข้อมูลดังกล่าวได้รับการ เปิดเผยแล้วจะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหรือมูลค่าของหลักทรัพย์ อาทิ หน่วยลงทุน ของ A-REITs เป็นต้น นอกจากนี้แล้ว A-REITs ในฐานะที่มีหลักทรัพย์จดทะเบียนยังมีหน้าที่ต้อง รายงานข้อมูลต่าง ๆ ตามที่กฎหมายกำหนดเป็นระยะ ๆ อีกด้วย

responsible entity เมื่อได้รับการแต่งตั้งแล้ว ก็สามารถถูกเพิกถอน ได้โดยความเห็นชอบของนักลงทุน ภายใต้ Corporations Act 2001 ได้ นอกจากนี้ตัว responsible entity หรือตัวแทนของ responsible entity ก็ได้รับอนุญาตชัดเจนให้สามารถใช้สิทธิ ออกเสียงในการแต่งตั้งหรือเพิกถอน responsible entity ได้

เมื่อ ASIC ได้อนุญาตดำเนินโครงการแล้ว ก็จะให้อนุญาตในการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินโครงการ อย่างไรก็ตาม หากผู้ขออนุญาตประสงค์จะให้คำแนะนำในส่วนได้เสียของโครงการ (give advice on interest in scheme) ที่ตนเองดำเนินการ ก็จะต้องมีคุณสมบัติเพิ่มเติมในลักษณะเดียวกับคุณสมบัติของบุคคลที่ให้คำแนะนำด้วย

6.6 การคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนของ A-REITs

ออสเตรเลียกำหนดให้มีโครงสร้างของการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนในลักษณะของ compliance based เพื่อให้เกิดการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยมีสาระสำคัญดังนี้

(1) แผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan)

โครงการที่จดทะเบียนกับ Australian Security and Investments Commission (ASIC) จะต้องจัดให้มีแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) ซึ่งจะต้องระบุถึงมาตรการที่เพียงพอ responsible entity จะนำไปใช้ปฏิบัติในการจัดการโครงการแล้วทำให้มั่นใจได้ว่าจะมีการปฏิบัติตาม Corporations Act และตราสารจัดตั้ง (constitution) ของโครงการ ในกรณีนี้ ASIC ได้ออก Policy Statement 132 Managed investment: Compliance plans เพื่อเป็นแนวทางในการจัดทำเนื้อหาของแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน โดยแผนดังกล่าวอาจมีการแก้ไขในภายหลังโดยคำสั่งของ ASIC หรือกรณีที่ responsible entity แก้ไขเองจะต้องส่งสำเนาให้กับ ASIC ด้วย

(2) คณะกรรมการกำกับดูแลและการปฏิบัติงาน (compliance committee) หรือ คณะกรรมการอิสระเสียงข้างมาก (majority independent board)

ตามกฎหมายหากคณะกรรมการของ responsible entity มีกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอก⁸⁸ น้อยกว่าครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการทั้งหมด responsible entity จะต้องแต่งตั้ง

⁸⁸ บุคคลที่จะถือว่าเป็นกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอกจะต้อง

- ไม่เป็นหรือในช่วงสองปีก่อนหน้านี้ไม่เคยเป็นพนักงาน ผู้บริหารของ responsible entity หรือที่เกี่ยวข้องอย่างมีนัยสำคัญในการทำธุรกิจหรือในฐานะของการเป็นผู้ประกอบวิชาชีพกับ responsible entity หรือกับองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องของ responsible entity

คณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) สำหรับแต่ละโครงการ คณะกรรมการดังกล่าวจะต้องมีสมาชิกอย่างน้อยสามคน และจำนวนข้างมากต้องเป็นสมาชิกที่ถือว่าเป็นสมาชิกบุคคลภายนอก (external members)

เมื่อมีการแต่งตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงานแล้ว หน้าที่ของ คณะกรรมการดังกล่าวคือการดูแลให้ responsible entity ปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) และรายงานความเห็นของตนต่อ responsible entity โดยหากมีการฝ่าฝืนหรือสงสัยว่าจะเป็นการฝ่าฝืน Corporations Act 2001 หรือสารตราจัดตั้ง (constitution) ของโครงการให้รายงานต่อ responsible entity แต่หากเห็นว่า responsible entity ไม่ดำเนินการหรือไม่เสนอที่จะดำเนินการอย่างเหมาะสมต่อเรื่องที่รายงานให้รายงานต่อ ASIC หน้าที่ที่ประกาศต่อมาคือการประเมินความเพียงพอของแผนอย่างสม่ำเสมอ แล้วจึงรายงานผลการ ประเมินดังกล่าวต่อ responsible entity พร้อมทั้งข้อเสนอแนะในการปรับปรุง

ในการปฏิบัติหน้าที่กฎหมายกำหนดว่าคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงานจะต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์และด้วยความระมัดระวังและความพยายามในการ ปฏิบัติงานของระดับที่วิญญูชนพึงปฏิบัติหากอยู่ในฐานะเช่นนี้ นอกจากนี้จะต้องไม่ใช่ตำแหน่ง ของตนหรือข้อมูลที่ได้มาเนื่องจากตำแหน่งนี้ไปในทางที่ทำให้สมาชิกของโครงการเสียหาย หรือ เพื่อประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมของตนเองหรือผู้อื่น

(3) การตรวจสอบกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance audit)

กฎหมายกำหนดให้มรการตรวจสอบการปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการ ปฏิบัติงานของ responsible entity ทุกปีโดยผู้สอบบัญชีขึ้นทะเบียน ผู้สอบบัญชีจะต้องทำ

- ไม่เป็นส่วนหนึ่งของห้างหุ้นส่วนที่เกี่ยวข้องหรือเคยเกี่ยวข้องกับภายในสองปีก่อนหน้านี้ในการทำธุรกิจหรือในฐานะเป็นผู้ประกอบวิชาชีพกับ responsible entity หรือองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องกับ responsible entity

- ไม่มีผลประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญใน responsible entity หรือในองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องกับ responsible entity

- ไม่ใช่ญาติหรือคู่สมรสในหลักพหุติสัยของบุคคลที่มีผลประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญใน responsible entity หรือในองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องกับ responsible entity

รายงานว่าเป็นไปตามกฎหมายหรือไม่ รายงานดังกล่าวจะต้องจัดส่งให้ responsible entity และ ASIC ผู้สอบบัญชีมีหน้าที่ต้องรายงานต่อ ASIC ถ้าพบว่าการฝ่าฝืนกฎหมายไม่ได้รับการจัดการอย่างเหมาะสม โดยผู้สอบบัญชีของ responsible entity ที่ได้รับการแต่งตั้งโดย responsible entity ซึ่งผู้สอบบัญชีจะต้องผ่านหลักเกณฑ์ที่ประกันความเป็นอิสระ และอาจถูกถอดถอนได้โดย responsible entity ด้วยความเห็นชอบของ ASIC

(4) การรับฝากทรัพย์สินของโครงการ (custody of scheme property)

กฎหมายกำหนดให้ responsible entity ต้องทำให้มั่นใจได้ว่าทรัพย์สินของโครงการแต่ละโครงการสามารถระบุได้อย่างชัดเจน และมีจัดเก็บแยกต่างหากจากทรัพย์สินของ responsible entity หรือของโครงการอื่น มาตรการที่เพียงพอที่จะทำให้มั่นใจว่าได้มีการจัดการดังกล่าวจะต้องมีการระบุไว้ในแผนกำกับดูแลและปฏิบัติงาน นอกจากนี้ ASIC ยังกำหนดให้ responsible entity ต้องจัดให้มีผู้รับฝากทรัพย์สินซึ่งเป็นบุคคลภายนอก (external custodian) เพื่อถือทรัพย์สินของโครงการผู้รับฝากทรัพย์สินดังกล่าวจะต้องมีคุณสมบัติขั้นต่ำใน เรื่องของ โครงสร้างองค์กร ความสามารถของพนักงาน ความสามารถและทรัพยากรในการปฏิบัติหน้าที่ใน การดำเนินงานหลักในส่วนจัดการ ข้อตกลงในการถือทรัพย์สินต่างชนิดกัน ความเพียงพอทาง การเงิน อย่างไรก็ตามหาก responsible entity สามารถผ่านคุณสมบัติดังกล่าวได้ responsible entity สามารถที่จะเก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการไว้ได้เอง

6.7 การสิ้นสุดสภาพความเป็น A-REITs

การสิ้นสุดสถานะความเป็น A-REITs เกิดขึ้นได้ในกรณี ถ้าบุคคลใดบริหารจัดการ โครงการลงทุน (Managed Investment Schemes) ฝ่าฝืนหลักเกณฑ์หรือกฎเกณฑ์การจดทะเบียน ASIC (Australian Securities and Investments Commission), ผู้บริหารจัดการ โครงการหรือสมาชิกคนใดคนหนึ่งของโครงการสามารถร้องขอต่อศาลให้สิ้นสุดโครงการได้ หรือ อาจเลิกกันได้โดยกรณีที่ได้รับมติจากผู้ลงทุน

นอกจากนี้ การจูงใจผลประโยชน์ของโครงการลงทุนไม่ว่าในรูปแบบใดๆ สามารถ ถูกบอกเลิกได้ตามความต้องการของผู้จูงใจ ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวก่อให้เกิดความยุ่งยากแก่ ผู้เกี่ยวข้องทุกฝ่ายโดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้สนับสนุนทางการเงินของกองทุนและผู้ที่ย้ายทรัพย์สินให้แก่ กองทุน เพราะจะทำให้การบริหารจัดการเป็นไปได้ยากลำบาก

บทสรุป

จากคำอธิบายข้างต้นสรุปได้ว่า A-REITs ในประเทศออสเตรเลียไม่ได้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนว่าจะตั้งในรูปแบบใดการจัดตั้งจะเป็นไปตามกฎหมายพื้นฐานทั่วไปว่าด้วยการจัดตั้งบริษัทหรือทรัสต์ หากองค์กรธุรกิจใดมีลักษณะเข้าตามนิยามโครงการจัดการลงทุน (Managed Investment Scheme) จะต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ ดังนี้

(1) หากโครงการจัดการลงทุนที่มีลักษณะตามที่กำหนดและไม่เข้าข้อยกเว้นก็จะต้องนำมาจดทะเบียนกับ ASIC และต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับโครงสร้างและการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน

(2) responsible entity ของโครงการจดทะเบียนต้องเป็นบุคคลที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน และ

(3) ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุนรายย่อย

หาก A-REITs ต้องการได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่กฎหมายกำหนดก็ต้องดำรงสถานะความเป็น REITs ให้ครบตามคุณสมบัติทั้งข้อกำหนดตามกฎหมายภาษีอากรและกฎหมายหลักทรัพย์เช่นกัน

ในเรื่องของการกำกับดูแล A-REITs ในออสเตรเลียจะกำกับดูแล responsible entity ว่าต้องได้รับใบอนุญาตเกี่ยวกับการจัดการลงทุนนั้น โดย responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้จะต้องเป็นบริษัทมหาชนที่ได้รับ AFS License ประเภทที่ให้อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน และตาม ASIC Policy Statement 130 Managed Investments: Licensing กำหนดให้ผู้ขออนุญาตต้องมี AFS license ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้วย

ในด้านการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุนนั้น A-REITs ของออสเตรเลียมีการกำหนดหลักเกณฑ์การตรวจสอบและค่านำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องไว้ โดยใช้โครงสร้างของการคุ้มครองผู้ลงทุนในลักษณะ compliance based เพื่อให้เกิดการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยมีการกำหนดให้มีแผนการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) ภายใต้การตรวจสอบดูแลของคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน หรือคณะกรรมการอิสระเสียงข้างมาก