

ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

นางสาวบวร ประภาสวัต



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

CHULALONGKORN UNIVERSITY

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)

เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository (CUIR)

are the thesis authors' files submitted through the University Graduate School.

สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

LEGAL PROBLEMS RELATING TO THE LEGAL STATUS OF  
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

Miss Bowon Praphasawat



A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Laws Program in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2015

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์  
เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

โดย

นางสาวบวร ประภาสวัต

สาขาวิชา

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

อาจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่ง  
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรบัณฑิต

.....คณบดีคณะนิติศาสตร์  
(ศาสตราจารย์ ดร.นันทวัฒน์ บรมานันท์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ  
(ศาสตราจารย์ (พิเศษ)สุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล)

.....อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก  
(อาจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ)

.....กรรมการ  
(อาจารย์ ดร.สุรัชดา รัช)

.....กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย  
(อาจารย์จันทิมา เพียรเวช)

บวร ประภาสวัต : ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุน  
 ในอสังหาริมทรัพย์ (LEGAL PROBLEMS RELATING TO THE LEGAL STATUS OF REAL  
 ESTATE INVESTMENT TRUSTS) อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: อ. ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์  
 กิจ, 266 หน้า.

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ “รีท” เป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตาม  
 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับ  
 หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ได้ออกประกาศต่างๆ เพื่อให้รีทซึ่งเป็นรูปแบบ  
 การระดมทุนที่มีความเป็นสากลถูกนำมาใช้เพื่อการลงทุนแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้น  
 ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 แต่เนื่องจากรีทเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้  
 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 รีทจึงมีสถานะเป็นเพียงกองทรัสต์สินซึ่ง  
 เกิดขึ้นจากนิติสัมพันธ์ระหว่างผู้ก่อตั้งทรัสต์กับทรัสต์และไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายอัน  
 เป็นลักษณะที่แตกต่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยยะสำคัญ และความแตกต่างดังกล่าว  
 นี้อาจนำมาสู่ปัญหาทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการที่กองรีทไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล อาทิ ปัญหา  
 เกี่ยวกับการแบ่งแยกทรัสต์สินของกองรีทกับทรัสต์สินส่วนตัวของทรัสต์ และปัญหาเกี่ยวกับการทำ  
 ธุรกรรมโดยเฉพาะการก่อหนี้ของกองรีท เช่น กรณีที่กองรีทมีหนี้สินมากกว่าทรัสต์สิน รวมถึงปัญหา  
 ความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดของทรัสต์ ผู้ถือหุ้นรายรีท และเจ้าหนี้ของกองรีท เป็นต้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีทที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติ  
 ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ของไทยรวมถึงกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีทของต่างประเทศ  
 และมีข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยอาจกำหนดมาตรการทางกฎหมายอื่นๆ มา  
 รองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่กองรีทไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล หรืออาจรับเอาแนวคิดของ  
 Business Trusts ในต่างประเทศเข้ามาใช้ในประเทศไทยเพื่อรับรองให้ Business Trusts ภายใต้  
 กฎหมายไทยมีสถานะเป็นนิติบุคคลและกำหนดให้รีทสามารถก่อตั้งขึ้นภายใต้กฎหมาย Business  
 Trusts

สาขาวิชา นิติศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลายมือชื่อนิติ .....  
 .....

ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาหลัก .....  
 .....

# # 5786042634 : MAJOR LAWS

KEYWORDS: TRUST / REAL ESTATE INVESTMENT TRUST / TRUST FOR TRANSACTION IN THE CAPITAL MARKET

BOWON PRAPHASAWAT: LEGAL PROBLEMS RELATING TO THE LEGAL STATUS OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS. ADVISOR: LECTURER PATANAPORN KOWPATANAKIT, Ph.D., 266 pp.

Real Estate Investment Trust (“REIT”) was introduced by the Law of Trust for Transactions in the Capital Market B.E. 2550 (2007). The Securities and Exchange Commission (“SEC”) enacted notifications to provide REIT for the capital market transactions instead of property fund which was established under the Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992), because in international practice REIT was used as the financial products and was designed to invest funds raised from investors in the real estate. However, as REIT is a trust established under the Law of Trust for Transactions in the Capital Market B.E. 2550 (2007), REIT is considered only as a pooled asset. Its status effects legal relationship between settlor and trustee. Moreover, REIT has no separate legal entity. Such the significant difference between REIT and property fund causes many problems related to non legal entity of REITs, such as the separation of REITs’s asset and trustee’s asset, the debt transaction, in case of REIT has more debt than compulsory assets, the indistinctness of obligation of trustee, unit holder and REITs’s creditor.

Thence, the researcher studied laws in relation to REITs in Thailand and foreign countries, and provided recommendations to solve problems mentioned above through stipulating legal measures to support and solve these problems. Otherwise, the SEC should implement Business Trusts concept in foreign countries for Thailand Real Estate Investment Trust through recognizing a separate legal entity of Business Trusts and allowing REIT to be established under the Business Trusts Law.

Field of Study: Laws

Student's Signature .....

Academic Year: 2015

Advisor's Signature .....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้คงไม่อาจสำเร็จลงได้ หากปราศจากความช่วยเหลือและคำแนะนำจากท่านอาจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ ที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ และได้กรุณาให้คำปรึกษาที่มีคุณค่าแก่ผู้วิจัยตั้งแต่การคัดเลือกหัวข้อวิทยานิพนธ์ การลำดับเนื้อหา ตลอดจนให้คำแนะนำในการค้นคว้าข้อมูลจนกระทั่งผู้วิจัยสามารถเรียบเรียงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนแล้วเสร็จ และขอขอบพระคุณความกรุณาจากท่านทั้งหลายดังนี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์สุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล ที่ได้กรุณารับเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้ให้คำแนะนำและข้อสังเกตที่เป็นประโยชน์อย่างมาก เพื่อเปิดโลกทัศน์ของผู้วิจัยในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์จันทิมา เพียรเวช ที่ได้กรุณารับเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รวมทั้งได้กรุณาสละเวลาเพื่อรับฟังความเห็นของผู้วิจัยและได้ให้คำแนะนำ คำปรึกษา และข้อเสนอแนะต่างๆ ที่มีคุณค่าและเป็นประโยชน์อย่างมากในการจัดทำวิทยานิพนธ์ ซึ่งหากปราศจากความกรุณาของท่านอาจารย์แล้ว วิทยานิพนธ์ฉบับนี้คงไม่อาจสำเร็จลงได้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร.สุรัชดา รัตติ ที่ได้กรุณารับเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้ให้ความเมตตาในการแนะนำและให้ความช่วยเหลือแก่ผู้วิจัยในการศึกษากฎหมายต่างประเทศและแนวคิดต่างๆ ที่เป็นประโยชน์อย่างมากในการทำวิทยานิพนธ์

นอกจากบุคคลที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยขอขอบคุณบิดาและมารดาผู้เป็นที่รักของข้าพเจ้าที่คอยให้กำลังใจและให้คำแนะนำต่างๆ ตลอดเวลาที่ข้าพเจ้าได้ศึกษาในระดับชั้นนิติศาสตรมหาบัณฑิต จนกระทั่งได้เรียบเรียงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จนแล้วเสร็จ และขอขอบคุณความช่วยเหลือจากหัวหน้างานของข้าพเจ้าที่ได้ให้การสนับสนุนและให้ความเข้าใจในการศึกษาปริญญาโทของผู้วิจัยเสมอมา รวมทั้งพี่ๆ และเพื่อนร่วมงานที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลอดจนเพื่อนๆ ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยและมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจแก่ผู้วิจัยมาโดยตลอด

ทั้งนี้ หากท่านที่สนใจได้ศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้แล้วเห็นว่ามีความประโยชน์อยู่บ้าง ผู้วิจัยขอยกความดีความชอบทั้งหลายให้แก่บุคคลที่ผู้วิจัยได้กล่าวมาข้างต้น และหากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อบกพร่องหรือขาดตกเนื้อหาสาระประการใด ข้าพเจ้าต้องขออภัยและขอน้อมรับข้อบกพร่องดังกล่าวไว้เพียงผู้เดียว

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ฉ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 สมมติฐาน.....	6
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	7
1.4 ขอบเขตของการศึกษา.....	7
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
บทที่ 2 ลักษณะของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์.....	9
2.1 บททั่วไป.....	9
2.2 วิวัฒนาการและรูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ในปัจจุบัน.....	13
2.2.1 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust).....	14
2.2.2 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust).....	18
2.2.3 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust).....	22
2.2.4 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust).....	24

2.2.5 การนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust)	30
2.3 การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	33
2.4 รูปแบบของการนำทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มาใช้ในปัจจุบัน	35
2.4.1 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีลักษณะการจัดโครงสร้างตามหลัก กฎหมายทรัสต์โดยแท้	35
2.4.2 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีสถานะเป็นนิติบุคคล	37
2.4.2.1 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการจัดตั้งเป็นบริษัท	37
2.4.2.2 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการรับรองสถานะ ทางกฎหมาย ของทรัสต์ไว้โดยตรง	37
บทที่ 3 สถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมาย ต่างประเทศ	39
3.1 แนวโน้มในการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนต่างประเทศ	39
3.2 ประเทศที่รับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ให้เป็น นิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity)	40
3.2.1 ประเทศอังกฤษ	40
3.2.1.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศอังกฤษ	41
3.2.1.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศอังกฤษ	45
3.2.1.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)	48
3.2.1.4 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs)	53
3.2.1.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์	55
3.2.1.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์	60
3.2.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา	61
3.2.2.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา	62



3.2.2.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา.....	65
3.2.2.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) .....	69
3.2.2.4 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs) .....	72
3.2.2.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์.....	73
3.2.2.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์ .....	75
3.3 ประเทศที่กำหนดให้ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีสถานะเป็นกองทรัพย์สิน (Pooled Asset) : ประเทศสิงคโปร์ .....	77
3.3.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์.....	79
3.3.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสิงคโปร์ .....	85
3.3.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) .....	87
3.3.4 การทำธุรกรรมของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ .....	95
3.3.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์.....	100
3.3.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์ .....	104
3.4 ประเทศที่อนุญาตให้มีการเลือกรูปแบบในการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ : ประเทศญี่ปุ่น.....	107
3.4.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศญี่ปุ่น .....	107
3.4.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศญี่ปุ่น .....	110
3.4.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) .....	113
3.4.4 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs) .....	118
3.4.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์.....	119
3.4.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์ .....	121

บทที่ 4 สถานะทางกฎหมายของกองทรัสต์ตามกฎหมายไทย .....	123
4.1 วิวัฒนาการของทรัสต์ในประเทศไทย .....	123
4.2 ทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 .....	124
4.2.1 แนวคิดในการก่อตั้งทรัสต์ในประเทศไทย .....	124
4.2.2 ลักษณะของกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน.....	126
4.2.2.1 การก่อตั้งกองทรัสต์.....	127
4.2.2.2 ผลของการก่อตั้งทรัสต์ .....	128
4.2.2.3 สถานะทางกฎหมายของทรัสต์.....	128
4.2.2.4 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน .....	130
4.2.3 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือ รีท (REITs).....	132
4.2.3.1 การก่อตั้งกองรีท (REITs) .....	134
4.2.3.2 การขออนุญาตเพื่อเสนอขายหน่วยรีท.....	135
4.2.3.3 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs) .....	138
4.2.3.3.1 นโยบายการลงทุนของกองรีท (REITs) .....	138
4.2.3.3.2 การบริหารจัดการเพื่อหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินหลักที่กอง รีท (REITs) ลงทุน.....	139
4.2.3.3.3 การกั๊ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันของกองรีท (REITs) .....	140
4.2.3.4 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์ .....	141
4.2.3.5 สิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหน่วยรีท .....	146
4.2.3.6 การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นกองรีท (REITs).....	150
บทที่ 5 บทวิเคราะห์ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ .....	153

5.1 ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือรีท (REITs).....	155
5.1.1 ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งแยกทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์.....	156
5.1.2 ปัญหาเกี่ยวกับการก่อหนี้ของกองรีท (REITs).....	158
5.2 วิเคราะห์เปรียบเทียบสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายต่างประเทศ.....	165
5.3 ข้อพิจารณาในการรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ.....	172
บทที่ 6 บทสรุปและข้อเสนอแนะ.....	175
6.1 บทสรุป.....	175
6.2 แนวทางการแก้ไขปัญหาและข้อเสนอแนะ.....	179
6.2.1 การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs).....	179
6.2.2 การแก้ไขปัญหาโดยกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติม.....	183
6.2.3 การอนุญาตหรือรับรองให้รีท (REITs) สามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท.....	188
6.2.4 การรับเอาแนวคิดของ Business Trusts เข้ามาใช้ในประเทศไทย.....	190
รายการอ้างอิง.....	192
ภาคผนวก.....	196
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	266

## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1 แสดงจำนวน US-REITs ที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ .....	70
ตารางที่ 2 เปรียบเทียบ Collective Investment Scheme ของประเทศสิงคโปร์.....	88
ตารางที่ 3 สรุปเปรียบเทียบ Business Trusts กับบริษัท (Company).....	94
ตารางที่ 4 สรุปเปรียบเทียบ Business Trusts กับ S-REITs.....	98
ตารางที่ 5 แสดงความแตกต่างของการจัดตั้ง J-REITs ในรูปแบบ Investment Corporations และ Investment Trusts .....	115
ตารางที่ 6 สรุปกฎหมายต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการรับรองสถานะทางกฎหมายของกอง รีท .....	166

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1 โครงสร้างของทรัสต์ ตาม พ.ร.บ.ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550.....	2
ภาพที่ 2 การจัดโครงสร้าง UK-REIT ภายใต้การกำกับดูแลของ FSMA 2000.....	53
ภาพที่ 3 การจัดโครงสร้างของรีท (REIT) ภายใต้กฎหมาย Delaware Statutory Trust Act ..	72
ภาพที่ 4 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน ของ S-REITs (เฉลี่ย 35 กอง) กับการลงทุนในทรัพย์สิน (Asset Classes) อื่นๆ ในสิงคโปร์.....	78
ภาพที่ 5 การจัดโครงสร้างของ S-REIT ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินโดยตรง.....	90
ภาพที่ 6 การจัดโครงสร้างของ S-REIT ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินโดยอ้อม.....	91
ภาพที่ 7 การจัดโครงสร้างของ Business Trusts.....	94
ภาพที่ 8 ลักษณะการจัดโครงสร้างของทรัสต์ตามกฎหมาย Trust Act (Shintaku Ho) .....	111
ภาพที่ 9 การจัดโครงสร้างของ J-REIT.....	116
ภาพที่ 10 ความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทรัสต์ ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ทรัสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550.....	126
ภาพที่ 11 โครงสร้างของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์.....	134

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

แนวความคิดเกี่ยวกับการนำทรัสต์มาใช้ในประเทศไทยนั้น เป็นผลอันเนื่องมาจากการมีพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 (“พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน”) <sup>1</sup> โดยกำหนดให้มีการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการพัฒนาโครงสร้างการระดมทุนผ่านตลาดทุนไทยให้เป็นไปตามแนวทางสากล <sup>2</sup> โดยที่ทรัสต์เป็นเครื่องมือในการจัดการทรัพย์สินที่จะช่วยอำนวยความสะดวกให้ธุรกรรมในตลาดทุนมีประสิทธิภาพและช่วยแก้ไขข้อติดขัดบางประการในการระดมทุน <sup>3</sup> โดยเฉพาะการนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้เพื่อการระดมทุนในอสังหาริมทรัพย์ซึ่งกระทำในรูปของการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือ รีท (REITs) ซึ่งเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มมูลค่าการระดมทุนในกลุ่มธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์ผ่านตลาดทุนที่ผ่านมาจะพบว่า ปัจจุบันมีการนำทรัสต์มาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนในอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น <sup>4</sup> และแนวโน้มการเติบโตของการลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ก็มีอัตราการเติบโต (Sale Growth) มากที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่มีการระดมทุนผ่านตลาดทุนไทย <sup>5</sup> (รายละเอียด

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>1</sup> แต่เดิมประเทศไทย เคยรับเอาหลักการของทรัสต์มาใช้ เช่นที่ปรากฏในคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 728/2506 “ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นก่อนประกาศใช้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ อาจก่อตั้งขึ้นโดยนิติกรรมหรือพินัยกรรม อำนาจหน้าที่ของทรัสต์ จึงต้องเป็นไปตามข้อกำหนดแห่งนิติกรรมหรือพินัยกรรมนั้น กับต้องปฏิบัติภายในขอบเขตแห่งข้อกำหนดและวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งทรัสต์นั้นด้วย แม้ทรัสต์จะเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่เป็นทรัสต์ก็จะนำอำนาจกรรมสิทธิ์ ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้โดยตลอดไปได้” จนกระทั่งมีการแก้ไขประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ป.พ.พ.) ในปี 2550 มาตรา 1686 ว่า “อันว่าทรัสต์นั้นจะก่อตั้งขึ้นโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมด้วยพินัยกรรมหรือด้วยนิติกรรมใดๆ ที่มีผลในระหว่างชีวิตก็ดีหรือเมื่อตายแล้วก็ดี หากมีผลไม่”

<sup>2</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยรีทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit), 29 กุมภาพันธ์ 2555, หน้า 1

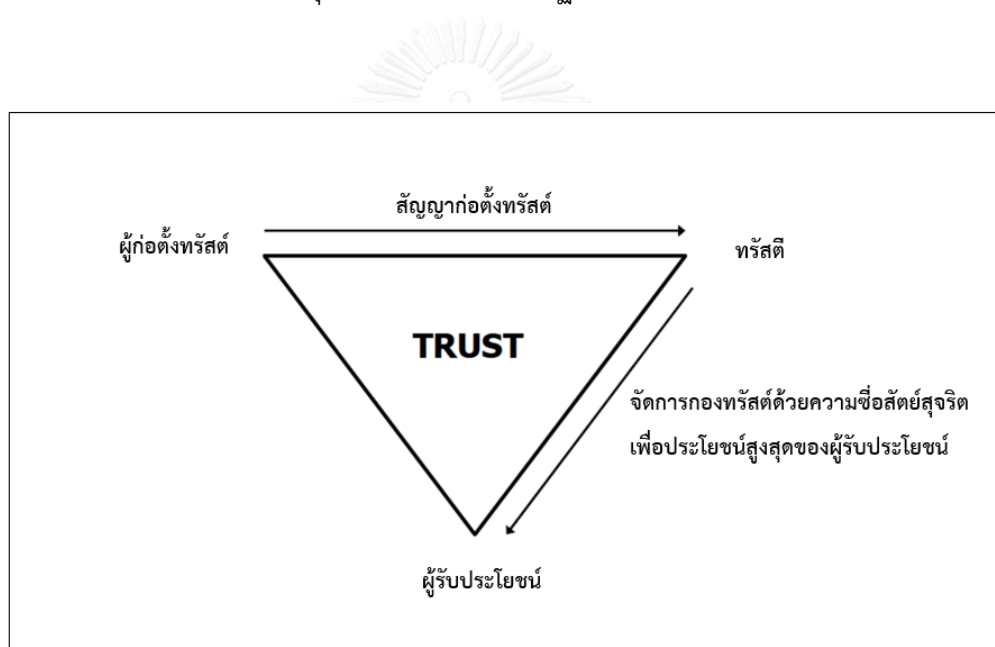
<sup>3</sup> ห้องสมุดรัฐสภา, “รายงานการประชุมสภานิติบัญญัติแห่งชาติ ครั้งที่ 31 เป็นพิเศษ,” (กรุงเทพมหานคร: ห้องสมุดรัฐสภา, 2550).

<sup>4</sup> ข้อมูลทางสถิติพบว่า การระดมทุนผ่านทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs) นับแต่มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 มีมูลค่าการระดมทุนคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 24.75% (โดยมีมูลค่าการระดมทุนกว่า 31,844.56 ล้านบาท) เมื่อเทียบกับกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่เดิมนับตั้งแต่ปี 2551 เป็นต้นมา (รายละเอียดปรากฏตามตาราง 1 ข้อมูลบริษัทหรือหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) (แหล่งที่มา : <http://www.set.or.th/set/ipo.do>) [14 สิงหาคม 2558]

<sup>5</sup> “สรุปฐานะการเงินผลการดำเนินงานรายอุตสาหกรรมเปรียบเทียบ ปี 57 กับ ปี 56-SET” [ออนไลน์] แหล่งที่มา : <http://www.setsmart.com/>, [14 สิงหาคม 2558]

ปรากฏตามภาคผนวก ตาราง 2 สรุปฐานะการเงินผลการดำเนินงานรายอุตสาหกรรมเปรียบเทียบ ปี 2557 กับปี 2556)

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาโครงสร้างของทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ก็พบว่า ทรัสต์มีลักษณะเป็นนิติสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ซึ่งประกอบด้วยบุคคล 3 ฝ่าย คือ 1) ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) 2) ทรัสต์ (Trustee) และ 3) ผู้รับประโยชน์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Beneficiary) โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะทำการโอนกรรมสิทธิ์หรือก่อทรัพย์สินใดๆ ในทรัพย์สินที่เรียกว่า กองทรัสต์ (Trust Asset) ให้แก่ทรัสต์เพื่อให้ทรัสต์บริหารจัดการทรัพย์สินดังกล่าวเพื่อประโยชน์ของบุคคลซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยมีลักษณะโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องปรากฏตามภาพด้านล่าง



ภาพที่ 1 โครงสร้างของทรัสต์ ตาม พ.ร.บ.ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550<sup>6</sup>

ดังนั้น รีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จึงมีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินซึ่งเกิดขึ้นจากนิติสัมพันธ์ระหว่างบุคคลซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์กับทรัสต์ และไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย โดยมีทรัสต์ในฐานะผู้ที่มีชื่อเป็นเจ้าของทรัพย์สินและเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทรัสต์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ภายใต้หลักสุจริตและหลักความไว้นับเชื่อใจ (Fiduciary Duty) บริหารจัดการ

<sup>6</sup> สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, "ความรู้เกี่ยวกับทรัสต์," (กรุงเทพมหานคร: ฝ่ายพัฒนากฎเกณฑ์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556).

ทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ให้เป็นไปตามความประสงค์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์ตามที่ระบุไว้ในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์และเป็นไปตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง โดยทรัสต์จะต้องบริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับผลประโยชน์<sup>7</sup> รวมถึงการเข้าทำธุรกรรมใดๆ ในนามของกองทรัสต์ด้วย

เมื่อพิจารณาจากสถานะทางกฎหมายของรีท (REITs) ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้น ก็จะพบว่าการที่รีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีลักษณะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่เกิดขึ้นโดยสัญญาก่อตั้งทรัสต์และไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายนั้น ทำให้การทำนิติกรรมใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) จะต้องกระทำผ่านทรัสต์ในฐานะที่เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ตามกฎหมาย แม้ว่าพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะกำหนดให้ทรัสต์ต้องแจ้งให้บุคคลภายนอกทราบว่าการเข้าทำนิติกรรมดังกล่าวเป็นการกระทำในฐานะที่เป็นทรัสต์ และต้องระบุในเอกสารหลักฐานของนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้นให้ชัดเจนว่าเป็นการกระทำในฐานะทรัสต์ก็ตาม<sup>8</sup> แต่ภาระหน้าที่อันเกิดจากนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้นย่อมต้องผูกพันตัวทรัสต์ในฐานะที่เป็นคู่สัญญาเนื่องจากการเข้าทำนิติกรรมในนามของกองทรัสต์ซึ่งไม่มีสภาพบุคคลตามกฎหมาย ในขณะที่ในต่างประเทศได้มีการออกกฎหมายเพื่อรับรองให้กองทรัสต์เป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity) หรือมีสถานะเป็นนิติบุคคล (Juristic person) และทำให้รีท (REITs) ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวมีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วย เช่น สหรัฐอเมริกา และบางประเทศก็มีการอนุญาตให้มีการจัดตั้งรีท (REITs) โดยใช้รูปแบบโครงสร้างองค์กรธุรกิจที่เป็นนิติบุคคล เช่น ประเทศอังกฤษ ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเยอรมัน เป็นต้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะทำการศึกษาปัญหาทางกฎหมายที่อาจเกิดขึ้นจากการนำรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุน รวมถึงปัญหาที่อาจเกิดจากสถานะของกองรีท (REITs) ที่มีลักษณะเป็นกองทรัพย์สินซึ่งไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลในทางกฎหมาย รวมถึงการทำธุรกรรมใดๆ ของทรัสต์ในนามของกองรีท (REITs) โดยเฉพาะการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการของกองรีท (REITs) ซึ่งทรัสต์จะเข้าไปเป็นคู่สัญญากับเจ้าหนี้หรือธนาคารผู้ให้กู้ยืมเงิน เนื่องจากประเด็นดังกล่าวถือเป็นประเด็นที่มีความสำคัญเพราะว่าการทำธุรกรรมใดๆ ในทางธุรกิจนั้น ปัจจัยสำคัญที่จะทำให้ธุรกิจดำเนินกิจการได้นอกจากกำไรที่เกิดจากการบริหารจัดการเงินลงทุนแล้วยังมีประเด็นที่สำคัญคือสภาพคล่องของกิจการโดยเฉพาะการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการรวมถึง

<sup>7</sup> มาตรา 30 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>8</sup> มาตรา 33 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550



การจัดให้มีหลักประกันการกู้ยืมเงินกับธนาคารผู้ให้สินเชื่อ โดยสามารถสรุปประเด็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) ที่ผู้วิจัยจะทำการศึกษาได้ดังนี้

### **ประเด็นที่ 1.1 : ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งแยกทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์**

เนื่องจากรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์และมิได้มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายซึ่งแตกต่างจากรูปแบบของการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในต่างประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ในมลรัฐ Delaware ซึ่งมีการออกกฎหมาย Delaware Statutory Trusts Act เพื่อรองรับให้กองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายดังกล่าวมีลักษณะเป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity)<sup>9</sup> ซึ่งมีผลทำให้กองรีท (REITs) ซึ่งเป็น Investment Trusts ภายใต้กฎหมายดังกล่าวมีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วย เป็นต้น โดยเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ของไทยก็จะพบว่ามีความแตกต่างกันในประเด็นสถานะทางกฎหมายของกองทรัสต์ เนื่องจากทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ของไทยที่กำหนดให้กองทรัสต์มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์ เนื่องจากในการก่อตั้งกองรีท (REITs) นั้นจะต้องมีการทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์ จะทำการโอนหรือก่อทรัพย์สินหรือสิทธิใดๆ ในทรัพย์สินที่จะให้เป็นทรัพย์สินของกองรีท (REITs) แก่ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินที่เป็นกองรีท (REITs) เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ ดังนั้น ทรัสต์ในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ตามกฎหมาย (Legal Ownership) จึงมีหน้าที่ที่จะต้องจัดการทรัพย์สินในกองรีท (REITs) อย่างดีที่สุดและใช้ความระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่ที่เสมือนเป็นทรัพย์สินของตนเองโดยแท้ (Fiduciary duty) โดยหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ส่วนใหญ่จะถูกกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ รวมถึงหน้าที่ในการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs)

อย่างไรก็ดี การที่กองรีท (REITs) มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์จึงมีโอกาสที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) จะปะปนกับทรัพย์สินของทรัสต์ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองรีท (REITs) หลายกองโอกาสที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) แต่ละกองที่ทรัสต์ดูแลจะปะปนกันจึงมีมากขึ้น โดยเฉพาะการจัดการเกี่ยวกับรายได้ของกองรีท (REITs) หรือทรัพย์สินอื่น

<sup>9</sup> Section 3081 of the Delaware Statutory Trusts Act

โดยเฉพาะอย่างยิ่งทรัพย์สินที่เป็นสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) ได้มาในระหว่างที่อยู่ในการดูแลของทรัสต์ เป็นต้น ซึ่งกรณีดังกล่าวอาจทำให้เกิดความเสียหายต่อกองรีท (REITs) และผู้ถือหน่วยรีทในกรณีที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ปะปนกับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือปะปนกับทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อื่นๆ ที่ทรัสต์ดูแล

## **ประเด็นที่ 1.2 : ปัญหาเกี่ยวกับการก่อหนี้ของกองรีท (REITs)**

การที่ทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้นถูกจัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน และในปัจจุบันได้มีการนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้ประโยชน์ในการระดมทุน เช่น ทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน<sup>10</sup> ซึ่งมีลักษณะคล้ายกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund หรือ IFF) และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)<sup>11</sup> ซึ่งถูกนำมาใช้ในการระดมทุนในตลาดทุนแทนรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (“กอง 1”)<sup>12</sup> ซึ่งมีข้อจำกัดในการกู้ยืมเงิน<sup>13</sup> ในขณะที่การลงทุนในลักษณะดังกล่าวนั้นมีความจำเป็นที่จะต้องกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในการลงทุนหรือนำมาปรับปรุงซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์หรือโครงสร้างพื้นฐานเป็นจำนวนมาก ดังนั้น เพื่อผ่อนคลายข้อจำกัดดังกล่าว สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) จึงกำหนดหลักเกณฑ์ให้กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงินเพื่อนำมาปรับปรุงซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์หรือโครงสร้างพื้นฐานได้มากขึ้น โดยอนุญาตให้กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินได้ถึง 35% ของสินทรัพย์รวม หรือ 60% ของสินทรัพย์รวมกรณีที่กองรีท (REITs) ดังกล่าวมี Investment Grade Rating และยังกำหนดให้กองรีท (REITs) สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จ (green field project) ได้ถึง 10% ของสินทรัพย์รวม เป็นต้น

อย่างไรก็ดี เนื่องจากรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้นเป็นเพียงกองทรัพย์สินและไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลเหมือนกรณีกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) ซึ่งเป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และ

<sup>10</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 12/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

<sup>11</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>12</sup> กลุ่มงานห้องสมุด สำนักวิชาการ สำนักงานเลขาธิการสภาผู้แทนราษฎร, "สาระสังเขปบทความวารสาร,"(กรุงเทพมหานคร: สำนักงานเลขาธิการสภาผู้แทนราษฎร, 2557).

<sup>13</sup> มาตรา 126(5) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535<sup>14</sup> ดังนั้น ในการกู้ยืมเงินต่างๆ จึงต้องกระทำในนามของทรัสต์และจะปรากฏชื่อของทรัสต์ในฐานะลูกหนี้ผู้กู้ซึ่งในกรณีที่เกี่ยวข้องกับประเด็นดังกล่าว พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้มีการกำหนดหลักการในเรื่อง Bankruptcy Remote ไว้ในมาตรา 50 ว่า

“ กองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่มีอำนาจชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้  
 ในกรณีที่ทรัสต์ล้มละลายเนื่องจากหนี้ส่วนตัว หรือเมื่อความเป็นนิติบุคคล  
 ของทรัสต์สิ้นสุดลง มิให้นำกองทรัสต์มารวมเป็นทรัพย์สินในคดีล้มละลายหรือในการชำระบัญชี  
 แล้วแต่กรณี”

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าทบัญญัติในมาตรา 50 ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีขึ้นเพื่อคุ้มครองกองรีท (REITs) จากหนี้สินส่วนตัวของทรัสต์ซึ่งเป็นการกำหนดเฉพาะในมุมของทรัสต์เท่านั้นว่ากองรีท (REITs) ไม่สามารถถูกนำมาใช้ชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้ แต่กลับไม่มีหลักการในลักษณะที่ว่าถ้าเป็นหนี้ที่ทรัสต์กู้มาเพื่อกองรีท (REITs) จะผูกพันทรัพย์สินอื่นของทรัสต์หรือไม่ และทรัสต์จะมีหน้าที่ต้องรับผิดชอบในหนี้ที่กู้ยืมมานั้นมากน้อยเพียงใดในฐานะที่ทรัสต์มีชื่อเป็นลูกหนี้ผู้กู้ในสายตาของกฎหมาย ซึ่งจะเห็นได้ว่ากรณีเช่นนี้อาจนำมาสู่ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับความรับผิดของทรัสต์ เจ้าหนี้ของกองรีท (REITs) และผู้ถือหุ้นรีทได้ หากปรากฏว่าหนี้ที่ทรัสต์กู้ยืมมาเพื่อกองทรัสต์นั้นมีจำนวนเพิ่มขึ้นจนสูงเกินกว่าจำนวนทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs) ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้น เจ้าหนี้ของกองรีท (REITs) จะได้รับความคุ้มครองอย่างไร ผู้รับประโยชน์ตามสัญญา ก่อตั้งทรัสต์จะมีความรับผิดจำกัด (Limited liability) หรือไม่ และทรัสต์เองจะได้รับความคุ้มครองเพียงใด รวมถึงปัญหาเกี่ยวกับความไม่ชัดเจนในกรณีที่กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน เนื่องจากการที่กองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลจึงไม่อาจเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการได้

## 1.2 สมมติฐาน

การที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ไม่กำหนดให้ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) มีสถานะเป็นนิติบุคคล อาจทำให้เกิดข้อจำกัดในการเข้าทำธุรกรรมของกองรีท (REITs) โดยเฉพาะการก่อหนี้ของกองรีทและกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้องกับกองรีท (REITs) ยังไม่มีความชัดเจนเพียงพอในการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ในการจัดการทรัพย์สินและการกู้ยืมเงินของกองรีท (REITs) ดังนั้น จึงสมควร

<sup>14</sup> มาตรา 124 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ให้มีการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ให้เป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity) เพื่อให้การทำหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์และผู้ถือหน่วยรีทในหนี้สินของกองรีท (REITs) มีความชัดเจนยิ่งขึ้น

### 1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาและเข้าใจหลักการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ลักษณะและโครงสร้างของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ที่นำมาใช้ในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและเข้าใจหลักการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในต่างประเทศ แนวคิดและการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในทางธุรกิจตามกฎหมายต่างประเทศ โดยเฉพาะในกรณีของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ในต่างประเทศ
3. เพื่อศึกษาและทำความเข้าใจถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางกฎหมายของรีท (REITs) และความรับผิดชอบของทรัสต์ในภาระหนี้ของกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ รวมถึงพิจารณาแนวทางแก้ไขปัญหาที่เหมาะสมสำหรับประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาและเข้าใจหลักการทางกฎหมายที่กำหนดสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองทรัสต์ การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหน่วยรีทและเจ้าหนี้ของกองรีท และทราบถึงความเป็นไปได้และความเหมาะสมในการนำหลักกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้กับประเทศไทย

### 1.4 ขอบเขตของการศึกษา

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยมุ่งศึกษาถึงแนวคิดและที่มาในการนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้ในการระดมทุนในตลาดทุนไทย โดยทำการศึกษาเฉพาะปัญหาทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และปัญหาทางกฎหมายที่อาจเกิดขึ้นอันเป็นผลสืบเนื่องมาจากสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) เช่น บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ในกรณีที่ทรัสต์เข้าทำธุรกรรมในนามของกองรีท (REITs) โดยมุ่งเน้น

ที่ความรับผิดของทรัสต์ต่อหนี้สินของกองรีท (REITs) การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นรีทและเจ้าหนี้ของกองรีท รวมถึงศึกษาความเป็นไปได้และความเหมาะสมในการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ให้เป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity) ตลอดจนการนำแนวคิดหรือหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีท (REITs) ของต่างประเทศมาปรับใช้กับประเทศไทย

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เข้าใจหลักการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ลักษณะและโครงสร้างของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ที่นำมาใช้ในประเทศไทย

2. เข้าใจหลักการทางกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในต่างประเทศ แนวคิดและการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในทางธุรกิจตามกฎหมายต่างประเทศ โดยเฉพาะในกรณีของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ในต่างประเทศ

3. เข้าใจถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในประเด็นที่เกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของรีท (REITs) และความรับผิดของทรัสต์ในภาระหนี้ของกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ รวมถึงทราบแนวทางแก้ไขปัญหานั้นที่เหมาะสมสำหรับประเทศไทย

4. เข้าใจหลักการทางกฎหมายที่กำหนดสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) บทบาทหน้าที่และความรับผิดของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองรีท (REITs) การให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้นรีทและเจ้าหนี้ของกองรีท และทราบถึงความเป็นไปได้และความเหมาะสมในการนำหลักกฎหมายต่างประเทศมาปรับใช้กับประเทศไทย

## บทที่ 2

### ลักษณะของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

#### 2.1 บททั่วไป

โดยที่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) คือลักษณะของการจัดการทรัสต์ในรูปแบบหนึ่ง ซึ่งมีหลักการมาจากทรัสต์ (trust) และเมื่อพิจารณาจากแนวคิดในการจัดตั้งทรัสต์ก็จะพบว่า ทรัสต์เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างบุคคล 3 ฝ่าย คือ 1) ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) ซึ่งเป็นเจ้าของทรัสต์เดิม 2) ทรัสต์ (Trustee) ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับความไว้วางใจให้ทำหน้าที่ดูแลและจัดหาประโยชน์จากทรัสต์ที่เป็นกองทรัสต์ และ 3) ผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) ซึ่งเป็นผู้มีสิทธิได้รับการจัดสรรผลประโยชน์ที่เกิดจากการบริหารจัดการกองทรัสต์ของทรัสต์

ดังนั้น ลักษณะทั่วไปของการก่อตั้งรีท (REITs) จึงมีหลักการเช่นเดียวกับทรัสต์ กล่าวคือ รีท (REITs) จะเกิดขึ้นเมื่อผู้ก่อตั้งรีท (Settlor) ทำการโอนกรรมสิทธิ์หรือก่อทรัสต์สิทธิใดๆ ในทรัสต์สินที่เรียกว่า กองรีท ให้แก่ทรัสต์ (Trustee) โดยกำหนดหน้าที่ให้ทรัสต์ซึ่งมีชื่อเป็นเจ้าของทรัสต์สินตามกฎหมายทำหน้าที่บริหารจัดการทรัสต์สินดังกล่าวให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งรีทเพื่อประโยชน์ของบุคคลซึ่งถูกกำหนดให้เป็นผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) ตามเจตนาของผู้ก่อตั้งรีท อันเป็นไปหลักกฎหมายเอ็คควิตี้ (Equity)<sup>1</sup> ซึ่งเกิดขึ้นในประเทศอังกฤษ<sup>2</sup> และต่อมาได้มีการรับเอาหลักเอ็คควิตี้ไปใช้ในประเทศที่ใช้กฎหมายระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) อื่นๆ

นอกจากนี้ ประเทศที่ใช้ระบบประมวลกฎหมายหรือระบบซีวิลลอว์ (Civil Law) หลายประเทศ เช่น สวิตเซอร์แลนด์ ญี่ปุ่น และประเทศไทยเองก็มีการรับเอาหลักกฎหมายเอ็คควิตี้ (Equity) โดยเฉพาะในเรื่องทรัสต์มาใช้เช่นกัน โดยมีการออกเป็นกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติ เช่น The Trust Business Act 1922 (Shintaku-Gyo Ho) และ Trust Act 1922 (Shintaku Ho) ของญี่ปุ่น และพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ของไทย ซึ่งจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป

อนึ่ง เมื่อพิจารณาลักษณะของรีท (REITs) ซึ่งจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของทรัสต์ตามที่กล่าวมาแล้วข้างต้นก็จะพบว่า การที่จะก่อตั้งทรัสต์ขึ้นได้นั้นจะต้องประกอบด้วยหลักความแน่นอน 3 ประการ (Three

---

<sup>1</sup> หลักเอ็คควิตี้ (Equity) เป็นหลักที่คำนึงถึงความเป็นธรรม ซึ่งเป็นหลักกฎหมายที่เกิดจากคำพิพากษาของศาลชานเซอร์รี่ (Court of Chancery) ในประเทศอังกฤษ เดิมเป็นหลักกฎหมายที่แยกออกจากหลักคอมมอนลอว์ (Common Law) โดยถูกนำมาใช้เพื่อนำมาเสริมหลักคอมมอนลอว์ (Common Law) ที่มีอยู่เดิม ต่อมาจึงมีการรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของหลักคอมมอนลอว์ (Common Law) อันเนื่องมาจากการรวมศาลเอ็คควิตี้ (Equity) เข้ากับศาลคอมมอนลอว์ (Common Law) โดยการตราเป็นกฎหมายเรียกว่า The Judicature Acts 1873

<sup>2</sup> AUSTIN W. SCOTT, "The Importance of the Trust," 39 U. Colo. L. Rev. 177 1966-1967. (1966-1967)., at 177

Certainties) ตามที่ได้รับรางวัลไว้ในคำพิพากษาของศาลในคดี Knight v Knight (1840)<sup>3</sup> ซึ่งต่อมาก็มีคำพิพากษาของศาลในหลายๆ คดีที่ยึดถือตามแนวทางที่ศาลในคดี Knight v Knight (1840) ได้วางแนวคำวินิจฉัยไว้ โดยเฉพาะในคดี Morice v Bishop of Durham (1805)<sup>4</sup> โดยหลักความแน่นอน 3 ประการ (Three Certainties) ที่ Lord Longdale ได้วางหลักไว้ในคดี Knight v Knight (1840) คือ<sup>5</sup>

### (1) หลักความแน่นอนในเจตนาก่อตั้งทรัสต์ (Certainty of Intention)

การก่อตั้งทรัสต์ ผู้ก่อตั้ง (Settlor) จะต้องแสดงเจตนาที่จะก่อตั้งทรัสต์ โดยการแสดงออกเป็นลายลักษณ์อักษรหรือการบอกเจตนาของตนให้บุคคลอื่นทราบ การจัดตั้งทรัสต์โดยเพียงแต่มีความคิดแต่ไม่แสดงออกถือว่าไม่มีความแน่นอนในเจตนาที่จะก่อตั้งทรัสต์<sup>6</sup>

เจตนาที่จะก่อตั้งทรัสต์นี้ต้องปรากฏถ้อยคำที่ใช้ในการก่อตั้งทรัสต์ที่แน่นอน ชัดเจน และต้องแสดงให้เห็นว่าเป็นคำสั่ง โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องแสดงความตั้งใจที่จะให้ทรัสต์เกิดขึ้น ดังนั้น การที่ยกทรัพย์สินให้แก่บุคคลหนึ่งด้วยความเข้าใจว่าบุคคลดังกล่าวจะทำหน้าที่ดูแลทรัพย์สินนั้นเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์เช่นนี้ถือเป็นกรณีที่ยังไม่มีความแน่นอนเพียงพอเพราะเหตุที่คิดว่า หวังว่าหรือเชื่อได้ว่า ผู้รับทรัพย์สินจะยึดถือทรัพย์สินหรือจัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นในกรณีเช่นนี้ ยังไม่เพียงพอที่จะถือได้ว่าเป็นการแสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์<sup>7</sup>

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>3</sup> Knight v Knight (1840) 49 ER 58, (1840) 3 Beav 148, 7<sup>th</sup> August 1840

<sup>4</sup> Morice v Bishop of Durham (1805) EWHC Ch J80, 32 ER 947, (1805) 10 Ves 522

<sup>5</sup> Phillip Pettit, *Equity and the Law of Trust*, 10th ed.(Great Clarendon Street Oxford: Oxford University Press, 2006). at 45-47

<sup>6</sup> เว้นแต่ทรัสต์บางประเภทที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ไม่จำเป็นต้องแสดงเจตนาโดยชัดแจ้งก็สามารถเกิดทรัสต์ได้ เช่น ทรัสต์โดยปริยาย (Implied Trust) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่ถือว่าเกิดขึ้นโดยการสันนิษฐานเอาจากเจตนาหรือการกระทำของเจ้าของทรัพย์สินว่าประสงค์จะให้ทรัสต์เกิดขึ้น แต่เจ้าของทรัพย์สินนั้นมิได้แสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์โดยแจ้งชัด ดังนั้น จึงต้องดูจากการกระทำของผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นหลัก นอกจากนี้ ยังมีทรัสต์ประเภทอื่นๆ ที่อาจไม่ปรากฏเจตนาโดยชัดแจ้งของผู้ก่อตั้งทรัสต์ เช่น ทรัสต์ที่กลับมาเป็นประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์เอง (Resulting trust) และทรัสต์โดยการสมมติ (Constructive trust) เป็นต้น (Source : Nigel Stockwell and Richard Edward, *“Trusts and Equity”* 7th ed. (United Kingdom : Pearson Longman, 2005), at 14-17)

<sup>7</sup> Adams and Kensington Vestry 1884 , Re WL 19025 (CA), (1884) LR 27 Ch.D.394 Court of Appeal 17<sup>th</sup> July 1884

## (2) หลักความแน่นอนในทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ (Certainty of Subject Matter)

การก่อตั้งทรัสต์จะต้องมีการโอนกรรมสิทธิ์หรือก่อทรัพย์สินในทรัพย์สิน ฉะนั้นผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องกำหนดทรัพย์สินของกองทรัสต์ไว้อย่างชัดเจนและแน่นอน โดยต้องมีการแบ่งแยกหรือจัดเก็บไว้อย่างเหมาะสม<sup>8</sup> และทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์นั้นจะต้องเป็นทรัพย์สินที่มีอยู่ในขณะก่อตั้งทรัสต์

ทรัพย์สินของกองทรัสต์ที่แน่นอนจะแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ (1) ทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ และ (2) ทรัพย์สินที่เป็นประโยชน์อันจะตกให้แก่ผู้รับประโยชน์ ดังนั้น ทรัพย์สินทั้ง 2 ประเภทจะต้องมีความแน่นอน หากขาดความแน่นอนในทรัพย์สินส่วนใดส่วนหนึ่งทรัสต์นั้นอาจจะมีผลบังคับ

## (3) หลักความแน่นอนในการมีผู้รับประโยชน์ (Certainty of Object)

การก่อตั้งทรัสต์จะต้องมีผู้รับประโยชน์ที่แน่นอน โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะกำหนดบุคคลที่จะเป็นผู้รับประโยชน์ไว้ ดังนั้น หากไม่สามารถกำหนดตัวผู้รับประโยชน์ของทรัสต์ได้ หรือไม่อาจทราบได้ว่าเจตนาของผู้ก่อตั้งทรัสต์ต้องการให้ใครเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทรัสต์ ทรัสต์เพื่อประโยชน์ของผู้นั้นย่อมจะมีไม่ได้ เพราะโดยเจตนาของทรัสต์ไม่ต้องการให้ทรัพย์สินของกองทรัสต์ตกเป็นของทรัสต์ มิฉะนั้นจะเข้าลักษณะเป็นสัญญาประเภทอื่น ซึ่งไม่ใช่สัญญาก่อตั้งทรัสต์

นอกจากนี้ ยังมีคำพิพากษาของศาลในคดี *Milroy v Lord* (1862)<sup>9</sup> ได้วางแนวบรรทัดฐานของการก่อตั้งทรัสต์ที่สมบูรณ์ว่า<sup>10</sup> ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องกระทำการใดๆ อันจำเป็นเพื่อโอนทรัพย์สินของตนให้แก่ผู้ที่ตนประสงค์จะให้ยึดถือทรัพย์สินนั้นเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่น หรือในกรณีที่ประสงค์จะเก็บรักษาทรัพย์สินดังกล่าวไว้เองเพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่นเช่นนี้ บุคคลดังกล่าวจะต้องประกาศโดยชัดแจ้งว่าตนเองยึดถือทรัพย์สินนั้นๆ ไว้เพื่อประโยชน์ของบุคคลอื่น และให้การก่อตั้งทรัสต์นั้นมีผลผูกพันตนเอง ทั้งนี้ การโอนทรัพย์สินที่สมบูรณ์นั้นขึ้นอยู่กับลักษณะและประเภทของทรัพย์สินชนิดนั้นๆ ว่าเป็นทรัพย์สินประเภทใด เช่น หากเป็นอสังหาริมทรัพย์การโอนจะสมบูรณ์ต่อเมื่อทำเป็นหนังสือและจดทะเบียน (Deed) หรือหากเป็นสังหาริมทรัพย์การโอนย่อมสมบูรณ์เมื่อมีการส่งมอบทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ให้แก่ผู้รับมอบ หรืออาจจัดทำเป็นตราสารการให้ด้วยก็ได้<sup>11</sup>

<sup>8</sup> *London Wine Co (Shippers), Re* 11986 WL 408998 (Unknown Court - UK), 1986 P.C.C. 121 1<sup>st</sup> January 1986

<sup>9</sup> *Milroy v Lord* 1862, WL 6373 (QB), 45 E.R. 1185, (1862) 4 De G.F. & J. 264 Court of Queen's Bench 26<sup>th</sup> July 1862

<sup>10</sup> ภูซังค์ ธีรนนทรพร, "ปัญหากฎหมายตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 : ศึกษากรณีการก่อตั้งทรัสต์โดยมีเจตนาหลบเลี่ยงการชำระหนี้" (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบัณฑิต สาขาวิชานิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2551). หน้า 16

<sup>11</sup> Phillip Pettit, *Equity and the Law of Trust*.



คำพิพากษาของศาลในคดี Milroy v Lord (1826) นี้จึงเป็นกรณีที่ศาลได้วางหลักของการก่อตั้งทรัสต์โดยสมบูรณ์โดยพิจารณาจากหลัก 3 ประการคือ

**ประการแรก** ทรัสต์สินที่จะโอนเข้าเป็นกองทรัสต์นั้น หากจำเป็นต้องทำเป็นหนังสือและจดทะเบียน ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องทำเป็นหนังสือและจดทะเบียนตามที่กฎหมายกำหนดไว้เสียก่อน เมื่อการโอนทรัสต์สินดังกล่าวสมบูรณ์ด้วยผลของกฎหมายแล้ว (Certainty of Subject Matter) จึงจะสามารถจัดตั้งทรัสต์ได้

**ประการที่สอง** ทรัสต์ต้องยึดถือทรัสต์สินนั้นเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ (Beneficiaries) ดังนั้น การโอนทรัสต์สินจึงต้องมีผู้รับประโยชน์ที่แน่นอน (Certainty of Object) และทรัสต์ต้องแสดงตนโดยเปิดเผยว่าได้ยึดถือทรัสต์สินนั้นเพื่อผู้รับประโยชน์

**ประการที่สาม** ทรัสต์สินของกองทรัสต์นั้น จะต้องมีการเปิดเผยรายการทรัสต์สินดังกล่าวโดยละเอียด ทั้งทรัสต์สินที่เป็นกองทรัสต์และทรัสต์สินที่เป็นประโยชน์อันจะตกให้แก่ผู้รับประโยชน์

ดังนั้น เมื่อการจัดตั้งรีท (REITs) มีลักษณะครบทั้ง 3 ประการข้างต้นจึงจะถือว่าการก่อตั้งรีท (REITs) ซึ่งมีรูปแบบการจัดการทรัสต์สินแบบทรัสต์นั้นได้เกิดขึ้นโดยสมบูรณ์

อย่างไรก็ดี เนื่องจากรีท (REITs) เป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการบริหารจัดการทรัสต์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ โดยมีลักษณะการจัดโครงสร้างและการจัดการแบบทรัสต์ ดังนั้น เพื่อให้เข้าใจถึงลักษณะของรีท (REITs) และวิวัฒนาการของรีท (REITs) ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาถึงลักษณะและวิวัฒนาการของทรัสต์รวมถึงแนวโน้มการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยการจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) ซึ่งจากการศึกษาทำให้พบว่า รีท (REITs) เป็นรูปแบบหนึ่งของพัฒนาการของทรัสต์ที่เกิดขึ้นเพื่อรองรับวัตถุประสงค์ในการจัดการทรัสต์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trusts) และพัฒนารูปแบบการนำรีท (REITs) มาใช้เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trusts) ดังจะเห็นได้จากปัจจุบันที่มักมีการนำรีท (REITs) มาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนจากผู้ลงทุนที่มีความสนใจลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมาก ด้วยข้อได้เปรียบที่การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทางอ้อมผ่านรีท (REITs) จะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนโดยตรงในอสังหาริมทรัพย์

ที่อาจมีความเสี่ยงในแง่ของการบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ ภาวะภาษีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์นั้น นอกจากนี้ การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ผ่านรีท (REITs) ยังช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุนและใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการ portfolio ของนักลงทุนที่มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่หลากหลายอีกด้วย

อย่างไรก็ดี เพื่อให้เห็นถึงวิวัฒนาการของทรัสต์ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศและการนำทรัสต์มาใช้ประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ โดยการจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) หรือที่เรียกว่า Real Estate Investments Trusts ผู้วิจัยจึงขอลำถึงถึงการเกิดขึ้นของทรัสต์และรูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ในปัจจุบัน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

## 2.2 วิวัฒนาการและรูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ในปัจจุบัน

เนื่องจากทรัสต์มีวิวัฒนาการมาเป็นระยะเวลาที่ยาวนาน<sup>12</sup> และปัจจุบันทรัสต์ได้กลายเป็นหลักการที่ถูกนำมาใช้ในการจัดการทรัพย์สินที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในหลายประเทศทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศที่ใช้กฎหมายในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ที่มีการนำรูปแบบของทรัสต์มาพัฒนาเป็นเครื่องมือทางการเงินรูปแบบใหม่ๆ เพื่อใช้ในการระดมทุนผ่านตลาดทุน<sup>13</sup> ซึ่งแม้ว่ารูปแบบของทรัสต์จะมีการพัฒนาไปอย่างมากในปัจจุบัน แต่หลักการที่สำคัญของทรัสต์ยังคงไม่แตกต่างไปจากวิวัฒนาการในตอนเริ่มต้น<sup>14</sup> เนื่องจากทรัสต์ยังคงเกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสามฝ่ายคือ 1) ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ซึ่งปัจจุบันอาจเป็นผู้ที่ต้องการระดมทุนจากประชาชนโดยการนำทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ออกหาประโยชน์ 2) ทรัสต์ ซึ่งจากเดิมที่เป็นบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ก่อตั้งทรัสต์เพื่อดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์อันเป็นความไว้วางใจที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์มีต่อบุคคลที่ตนเชื่อถือ ปัจจุบันก็กลายเป็นผู้ที่ประกอบวิชาชีพในฐานะที่เป็นทรัสต์ โดยหลายประเทศก็ได้มีกฎหมายที่ยอมรับให้ผู้ที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์นั้นอาจเป็นบุคคลธรรมดาหรือเป็นนิติบุคคลที่

<sup>12</sup> เนื่องจากทรัสต์มีวิวัฒนาการมาเป็นระยะเวลายาวนานกว่า 200 ปี โดยหลักการของทรัสต์ได้รับการพัฒนาขึ้นในประเทศอังกฤษ ซึ่งพัฒนามาจาก testamentary trust และมีการนำทรัสต์มาใช้ในลักษณะที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ยังมีชีวิตเรียกว่า inter vivos trusts ในยุคกลางช่วงที่มีสงครามครูเสดที่มีการถือครองที่ดินในระบบฟิวดัล (Feudal System) และได้รับการยอมรับโดยคำตัดสินของศาลชานเซอร์รี่ (Court of Chancery) ที่ได้นำหลักเอ็คควิตี้ (Equity) มาใช้และได้พัฒนามาเป็นหลักกฎหมายในเรื่องทรัสต์ที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน

<sup>13</sup> ข้อมูลจากศูนย์วิเคราะห์เศรษฐกิจและกลยุทธ์ทิสโก้ (TISCO ESU) พบว่าในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา (4 ก.ย.-7 ต.ค. 58) ดัชนีกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ REIT ใน 3 ภูมิภาคหลักของโลก ได้แก่ ดัชนี TSE REIT (Tokyo Stock Exchange REIT Index) ในญี่ปุ่น, ดัชนี EPRA Index ในยุโรป และดัชนี RMZ (MSCI US REIT Index) ในสหรัฐอเมริกา ปรับตัวแรงขึ้น โดยญี่ปุ่นปรับตัวสูงขึ้นถึง 9.36% ขณะที่ยุโรปปรับตัวขึ้น 7.89% และสหรัฐอเมริกาปรับตัวขึ้น 3.38%

<sup>14</sup> Christopher Gilchrist, *Unit Trust What Every Investor Should Know*, 3 th ed.(Cambridge: Woodhead-Faulkner Ltd. in association with Britannia Group of Unit Trusts Ltd, 1982)., at 7

ประกอบธุรกิจทรัสต์ก็ได้<sup>15</sup> และ 3) ผู้รับประโยชน์ ซึ่งในปัจจุบันก็ได้มีการแบ่งส่วนของผู้รับประโยชน์ ให้มีความชัดเจนขึ้นโดยผู้รับประโยชน์แต่ละรายอาจมีส่วนในการได้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ แตกต่างกันไปตามจำนวนการถือครองตราสารที่เรียกว่า “หน่วยทรัสต์” (Trusts Certificates) แทนที่จะเป็นบุคคลเฉพาะที่ถูกระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ก็กลายเป็นบุคคลใดๆ ก็สามารถเป็นผู้รับประโยชน์ จากทรัพย์สินของกองทรัสต์ได้ หากว่าบุคคลดังกล่าวเป็นผู้มีชื่อในฐานะที่เป็นผู้ถือหน่วยทรัสต์ (Trusts Certificates)

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาถึงรูปแบบของการนำทรัสต์มาใช้ในปัจจุบันก็จะพบว่ายังคงมีการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของผู้ก่อตั้งทรัสต์ทั้งในลักษณะที่เป็นการจัดการทรัพย์สินอันเป็นทรัพย์สินมรดกและการจัดการทรัพย์สินในระหว่างที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ยังมีชีวิตอยู่ โดยอาจมีวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งทรัสต์ที่แตกต่างและหลากหลายมากยิ่งขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับยุคสมัยที่เปลี่ยนแปลงไปและเพื่อตอบสนองความต้องการทางเศรษฐกิจและสังคมที่นับวันยังมีความซับซ้อน และมีพัฒนาการที่หลากหลายมากยิ่งขึ้น โดยผู้วิจัยขอสรุปวิวัฒนาการและลักษณะของการนำทรัสต์มาใช้ ดังนี้

### 2.2.1 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust)

ทรัสต์ประเภทนี้คือทรัสต์ที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการแสดงกำหนดการเผื่อตายของเจ้ามรดก (testator) โดยระบุไว้เป็นส่วนหนึ่งของพินัยกรรม (will) ดังนั้น ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) นี้จึงอาจเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า “Will Trust” หรือ “Trust under Will” โดยที่พินัยกรรมนั้นอาจระบุถึงทรัพย์สินทั้งหมดหรือบางส่วนของกองมรดกที่จะนำเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกองทรัสต์ และเจ้ามรดกในฐานะที่เป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์อาจกำหนดไว้ในพินัยกรรมให้มีการก่อตั้งทรัสต์มากกว่า 1 กองก็ได้สุดแต่ความประสงค์ของเจ้ามรดก

ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) มักจะมีวัตถุประสงค์เพื่อการรักษาทรัพย์สินอันเป็นกองมรดกให้ตกทอดถึงทายาทซึ่งเป็นเด็ก (minor children) โดยเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์จะมอบหมายให้บุคคลที่ได้รับความไว้วางใจเป็นผู้ดูแลทรัพย์สินมรดกที่เป็นกองทรัสต์จนกว่าทายาทของเจ้ามรดกจะมีความสามารถในการจัดการทรัพย์สินได้ด้วยตนเอง ดังนั้นในการจัดตั้งทรัสต์ประเภทนี้จะประกอบด้วยบุคคลที่เกี่ยวข้อง 4 ฝ่าย คือ

<sup>15</sup> FREDERICK THULIN, "Formal Creation of a Trust Inter Vivos," 11 Ill. L. R. 619 1916-1917 (1916-1917), at 619

### (1) เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor)

เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์จะกำหนดให้มีการก่อตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของตนขึ้น โดยระบุความประสงค์ดังกล่าวไว้เป็นส่วนหนึ่งของพินัยกรรมและอาจระบุให้การก่อตั้งทรัสต์นั้นมีขึ้นในช่วงระยะเวลาหนึ่งระหว่างที่ทรัสต์มรดกยังไม่ปรากฏบุคคลผู้เป็นทายาทหรือผู้รับมรดกตามพินัยกรรม (abeyance) หรือจนกว่าบุคคลดังกล่าวจะมีความสามารถในการดูแลทรัพย์สินได้ด้วยตนเอง หรือมีเหตุการณ์เป็นไปตามเงื่อนไขที่เจ้ามรดกกำหนด เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์นี้อาจเรียกว่า Grantor หรือ Trustor หรือที่เรียกกันในปัจจุบันว่า “Settlor”

### (2) บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ (Trustee)

ทรัสต์คือผู้ทำหน้าที่บริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ให้เป็นไปตามพินัยกรรมของเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ โดยเจ้ามรดกอาจระบุชื่อบุคคลที่จะให้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ไว้ในพินัยกรรม หรืออาจระบุให้มีการแต่งตั้งผู้ที่สมควรทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์โดยศาลที่รับเรื่องเกี่ยวกับพินัยกรรม (the probate court) ก็ได้

### (3) ผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ (Beneficiary)

บุคคลที่ถูกระบุให้เป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ (beneficiary(s)) นั้น ส่วนใหญ่มักเป็นลูกหลาน คนในครอบครัว หรือบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับเจ้ามรดกซึ่งอาจมีการระบุไว้เพียงคนเดียวหรือหลายคนก็ได้

### (4) ศาลที่รับเรื่องเกี่ยวกับพินัยกรรม (The Probate Court)

ลักษณะที่พิเศษอย่างหนึ่งของทรัสต์ประเภทนี้ คือการที่ศาลจะเข้ามาเป็นผู้ที่คอยกำกับดูแลการทำหน้าที่ของทรัสต์ในการบริหารจัดการทรัสต์มรดกซึ่งเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์ แม้ว่าในการจัดตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) นี้จะระบุแนวทางหรือวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งทรัสต์ไว้ในพินัยกรรมของเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ไว้แล้วก็ตาม โดยทรัสต์ประเภทนี้จะอยู่ภายใต้การพิจารณาของศาลที่รับเรื่องเกี่ยวกับพินัยกรรม (the probate court) และในบางครั้งศาลก็จะเข้ามามีบทบาทในการกำหนดกิจกรรมที่จำเป็นสำหรับการบริหารจัดการกองทรัสต์ หรือสอดส่องดูแลการทำหน้าที่บริการจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ของทรัสต์ เพื่อให้เป็นไปตามเจตนารมณ์ของเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์

## การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust)

ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการแสดงกำหนดการเพื่อตายของเจ้ามรดก (testator) โดยระบุให้มีการจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองมรดกในรูปของทรัสต์ไว้ในพินัยกรรม โดยทรัพย์สินที่เป็นมรดกอันจะถูกโอนเข้ามาเป็นทรัพย์สินของทรัสต์นี้อาจประกอบด้วยทรัพย์สินต่างๆ ที่เกิดขึ้นในระหว่างชีวิตของเจ้ามรดก รวมถึงบรรดาทรัพย์สินที่อยู่ภายใต้สิทธิตามกฎหมาย สิทธิที่เกิดจากการฟ้องร้องทางคดี และสิทธิที่จะได้รับเงินประกันที่เป็นของเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ เป็นต้น และโดยที่พินัยกรรมจะมีผลต่อเมื่อผู้ทำพินัยกรรมถึงแก่ความตาย ดังนั้น ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) ก็จะเกิดขึ้นต่อเมื่อเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ถึงแก่ความตายเช่นกัน

### บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

เมื่อทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) เกิดขึ้น ทรัสต์ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับมอบหมายให้จัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ก็จะเข้าทำหน้าที่ดูแลและบริหารจัดการกองทรัสต์ตามกำหนดเวลาจนครบอายุของกองทรัสต์ตามที่เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้กำหนดไว้ เช่น เมื่อผู้รับประโยชน์มีอายุครบตามที่กำหนด หรือเมื่อผู้รับประโยชน์ได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้โดยสมบูรณ์ เช่น สำเร็จการศึกษา หรือเข้าพิธีสมรส เป็นต้น

อย่างก็ดี แม้ว่าเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์จะได้ระบุชื่อผู้ที่ตนไว้วางใจเพื่อมอบหมายให้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) ไว้ก็ตาม แต่กฎหมายก็มีได้บังคับว่าบุคคลดังกล่าวจะต้องรับหน้าที่ในการดูแลจัดการทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ของกองทรัสต์ ซึ่งหากเกิดกรณีบุคคลที่ถูกระบุชื่อให้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ปฏิเสธการทำหน้าที่ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) ศาลที่เกี่ยวข้องกับการพิสูจน์พินัยกรรม (probate court) ก็จะดำเนินการเพื่อแต่งตั้งบุคคลที่จะมาทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ ทำให้ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) อาจมาจากบุคคลที่ถูกระบุชื่อในพินัยกรรมหรือโดยคำสั่งของศาลก็ได้

การทำหน้าที่ของทรัสต์ในการบริหารจัดการทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) นั้น ทรัสต์จะต้องจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์

ให้สอดคล้องกับคำสั่งเสียของเจ้ามรดก โดยจะต้องดำเนินการเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ตามที่ระบุในพินัยกรรม ซึ่งในทางปฏิบัติศาลมักจะยอมรับการใช้ดุลยพินิจในการบริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ของทรัสต์ในกรณีที่ทรัสต์จัดการทรัพย์สินดังกล่าวตามคำสั่งของเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ซึ่งได้มีการระบุไว้เป็นลายลักษณ์อักษรในพินัยกรรมหรือเอกสารที่จัดตั้งกองทรัสต์ (Trust Deed) แต่การที่เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้เสียชีวิตแล้วในเวลาที่ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) เกิดขึ้น ทำให้กองทรัสต์ขาดผู้ที่ทำหน้าที่สอดส่องดูแลการทำหน้าที่ของทรัสต์ ดังนั้น กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในบางประเทศจึงกำหนดให้ทรัสต์จะต้องไปพบศาลเพื่อทำการพิสูจน์เจตนาตามพินัยกรรมของเจ้ามรดกอย่างน้อยปีละ 1 ครั้งตามแต่ละศาลที่มีเขตอำนาจ เพื่อพิสูจน์ว่ากองทรัสต์ได้มีการบริหารจัดการภายใต้ความรับผิดชอบของทรัสต์โดยเป็นไปตามเจตนาที่เจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้กำหนดไว้ในพินัยกรรมหรือตามเอกสารที่จัดตั้งกองทรัสต์ (Trust Deed)

อย่างไรก็ดี การดำเนินการดังกล่าวมักจะนำมาซึ่งค่าใช้จ่ายที่สูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กองทรัสต์มีการดำรงอยู่เป็นระยะเวลาอันยาวนาน หรือเป็นกองทรัสต์ที่มีโครงสร้างทางการเงินหรือการลงทุนที่มีความซับซ้อน (sophisticated) โดยค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะถูกหักออกจากทรัพย์สินของกองทรัสต์ และถึงแม้ว่าจะมีการกำกับดูแลการทำหน้าที่ของทรัสต์ตามหลักการดังกล่าว แต่การที่ทรัสต์จะต้องบริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ภายใต้บัญชีทรัพย์สินของทรัสต์ก็เป็นเรื่องที่ยุ่งยากและอาจนำมาซึ่งการทุจริตในการทำหน้าที่ทรัสต์ แม้ว่าทรัสต์จะถูกตรวจสอบการทำหน้าที่โดยศาลก็ตาม ความเป็นไปได้ที่ศาลจะพบเห็นการทุจริตของทรัสต์ก็มีโอกาสเพียงปีละ 1 ครั้ง และหากจะต้องมีการดำเนินคดีทางศาลกับทรัสต์ที่ทุจริตเพื่อให้ผู้รับประโยชน์ได้รับการเยียวยา การดำเนินกระบวนการพิจารณาคดีดังกล่าวก็อาจล่าช้า ใช้เวลานาน และทำให้ต้องเสียค่าใช้จ่าย อีกทั้งยังไม่อาจรับประกันได้ว่าการดำเนินกระบวนการพิจารณานั้นจะประสบความสำเร็จหรือไม่

ดังนั้น จากข้อจำกัดข้างต้นทำให้เกิดแนวคิดที่จะหาเครื่องมือที่มีหลักการเช่นเดียวกับทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างที่เจ้าของทรัพย์สินยังมีชีวิตอยู่ (during his lifetime) เรียกว่า ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) ซึ่งจะได้กล่าวถึงในหัวข้อถัดไป

## 2.2.2 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust)

ในขณะที่การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) เกิดขึ้นอย่างกว้าง แต่สภาพสังคมที่เจริญขึ้นและมีการสะสมความมั่งคั่งมากขึ้น ทำให้เกิดการแสวงหาเครื่องมือใหม่ๆ ภายใต้การยอมรับของกฎหมายเพื่อนำมาใช้ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของเจ้าของทรัพย์สินเพื่อรองรับการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สิน จึงเกิดการนำหลักการของทรัสต์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารความมั่งคั่งของบุคคลเพื่อตอบสนองความต้องการของสังคมที่มีการพัฒนาขึ้นมาตามลำดับ ซึ่งการนำทรัสต์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์นี้ เรียกว่า inter vivos trust<sup>16</sup> หรือ Living Trust

### การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust)

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) นั้น มีข้อจำกัดในด้านการบริหารจัดการกองทรัสต์ของทรัสต์ ทั้งในแง่ที่กฎหมายไม่ได้บังคับว่าบุคคลที่เจ้ามรดกมอบความไว้วางใจให้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์จะต้องผูกพันในการเข้ารับหน้าที่ทรัสต์ของกองทรัสต์ รวมถึงการกำกับดูแลการทำหน้าที่ของทรัสต์ภายหลังเวลาที่เจ้ามรดกได้เสียชีวิตแล้ว เป็นต้น ทำให้เกิดความพยายามที่จะนำทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) มาปรับใช้ในระหว่างที่เจ้ามรดกซึ่งเป็นเจ้าของทรัสต์นั้นยังมีชีวิตอยู่ ประกอบกับการยอมรับของศาลที่มีคำพิพากษาวางแนวการวินิจฉัยให้ทรัสต์นั้นสามารถทำให้ในระหว่างที่เจ้าของทรัสต์ยังมีชีวิตได้<sup>17</sup> และการบัญญัติกฎหมายโดยสภานิติบัญญัติ ซึ่งเป็นองค์กรที่มีอำนาจ (legislative authorities) ทำให้เกิดการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) มากขึ้น โดยทรัสต์ประเภทนี้ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง เพราะมีข้อได้เปรียบมากกว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) เป็นอย่างมาก<sup>18</sup> เช่น

<sup>16</sup> Ibid., at 619

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> James S. Ron, "Estate Planning in Florida: The Revocable Inter Vivos Trust," 16 U. Fla. L. Rev. 34 1963-1964 (1964), at 34-36

- (1) ผู้ก่อตั้งทรัสต์สามารถพิจารณาความสามารถของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองทรัสต์ เพื่อให้แน่ใจว่าภายหลังจากที่ตนเสียชีวิตแล้ว ทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์นั้นจะได้รับการดูแลโดยทรัสต์ที่มีความสามารถ และสามารถทำให้ประโยชน์จากทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์นั้นตกถึงผู้รับประโยชน์ซึ่งเป็นทายาทหรือบุคคลที่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้
- (2) การบริหารจัดการทรัพย์สินเมื่อถูกโอนเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์แล้วจะมีความต่อเนื่องในการบริหารจัดการ และไม่หยุดชะงักอันเนื่องมาจากความตายของผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สิน
- (3) หากผู้ก่อตั้งทรัสต์กลายเป็นผู้ไร้ความสามารถ ทรัพย์สินซึ่งถูกโอนเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์นั้นจะไม่อยู่ภายใต้การดูแลของผู้อนุบาลหรือผู้พิทักษ์ซึ่งเป็นบุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งโดยผลของกฎหมาย
- (4) ทรัพย์สินเมื่อถูกโอนเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์แล้วอาจไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของศาล (court supervision)
- (5) เมื่อผู้ก่อตั้งทรัสต์ถึงแก่ความตาย ทรัพย์สินที่ถูกโอนเข้ามาเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์แล้วจะไม่ถูกนับรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกองมรดก แต่จะตกเป็นของผู้รับประโยชน์ตามที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้กำหนดไว้
- (6) ไม่มีความจำเป็นต้องประกาศหาทายาทของเจ้ามรดกเพื่อพิสูจน์ความเป็นทายาทในกรณีที่ได้มีการโอนทรัพย์สินมรดกเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์แล้ว
- (7) ไม่จำเป็นต้องนำคดีขึ้นสู่การพิจารณาของศาลที่มีเขตอำนาจหลายๆ ศาล ในกรณีที่ทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ตั้งอยู่หลายสถานที่ต่างกัน
- (8) ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์มักจะน้อยกว่าค่าใช้จ่ายในการพิสูจน์เจตนาตามพินัยกรรม
- (9) ในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ และภายหลังจากที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ถึงแก่ความตาย ทรัพย์สินที่ถูกโอนเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์จะมีความปลอดภัยจากเจ้าหนี้ของผู้ก่อตั้งทรัสต์ในการติดตามทรัพย์สินเพื่อนำมาชำระหนี้
- (10) ในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ และภายหลังจากที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ถึงแก่ความตาย ทรัพย์สินที่ถูกโอนเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์จะมีความปลอดภัยจากคู่สมรสของผู้ก่อตั้งทรัสต์ในการใช้สิทธิแบ่งสินสมรสออกจากกองมรดก



(11) ความขัดแย้งระหว่างทายาทในการรับมรดกจะเกิดขึ้นยากกว่าในกรณีที่ ไม่ได้มีการก่อตั้งกองทรัสต์ไว้เลย เนื่องจากเจ้ามรดกซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้กำหนดบุคคลที่จะเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินซึ่งเป็นกองทรัสต์ไว้โดยชัดแจ้งตั้งแต่เวลาที่มีการก่อตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) แล้ว

(12) การจัดตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) จะมีประโยชน์ในแง่ของการจัดเก็บภาษีจากรายได้ของกองทรัสต์<sup>19</sup>

(13) โดยทั่วไปผู้ก่อตั้งทรัสต์สามารถเลือกศาลที่มีเขตอำนาจเหนือทรัสต์ได้ เช่นเดียวกับการเลือกกฎหมายที่ใช้ในการกำกับดูแลทรัสต์ ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบที่มีความสำคัญอย่างมากในการพิจารณาเลือกกฎหมายที่มีความแน่นอนและให้สิทธิประโยชน์แก่การก่อตั้งทรัสต์

### บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

จากข้อกำหนดของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินของเจ้ามรดก (Testamentary Trust) ในส่วนที่เกี่ยวกับบุคคลที่จะรับหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ ทำให้ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) นี้ให้ความสำคัญกับการจัดหาทรัสต์เป็นอันดับแรก<sup>20</sup> โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์อาจจะระบุไว้โดยชัดแจ้งในเอกสารหรือตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust instrument) ว่าประสงค์ที่จะโอนทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ให้แก่ทรัสต์เพื่อให้ทรัสต์บริหารจัดการทรัพย์สินดังกล่าวโดยการนำทรัพย์สินออกหารายได้ในระหว่างที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ยังมีชีวิตอยู่ และหลังจากที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์เสียชีวิตให้ทรัสต์มอบทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์นั้นให้แก่ทายาทหรือบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับผู้ก่อตั้งทรัสต์ตามที่กำหนดไว้ในเอกสารหรือตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust instrument) เป็นต้น

ปกติบุคคลที่จะทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์อาจเป็นบุคคลธรรมดาที่ได้รับ ความไว้วางใจจากผู้ก่อตั้งทรัสต์ แต่เมื่อทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินในระหว่างชีวิตของผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Living Trust) นี้ ถูกนำมาใช้ประโยชน์ในการบริหารความมั่งคั่งเพื่อรองรับการจำหน่าย กระจายโอนทรัพย์สินมากขึ้น ทำให้ผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ส่วนใหญ่มักจะมอบ

<sup>19</sup> ตัวอย่างเช่น US Int. Rev. Code of 1954, §676 - §677 “During the life of the settlor, the income from the trust will be included in the settlor's gross income”. “After the death of the settlor, the trust will constitute a separate tax entity.”

<sup>20</sup> THULIN, "Formal Creation of a Trust Inter Vivos.", at 622

ความไว้วางใจในการบริหารจัดการกองทรัสต์ให้แก่บริษัท (corporate trustee)<sup>21</sup> ในการเข้ามาทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์<sup>22</sup> ซึ่งนอกจากจะมีประโยชน์ในแง่ความต่อเนื่องของการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ (Continuity of the trustee) แล้วยังมีความแน่นอนในด้านที่ตั้งซึ่งเป็นสถานประกอบการของบริษัทที่รับหน้าที่เป็นทรัสต์ ทำให้ผู้รับประโยชน์ได้รับความคุ้มครองจากรัฐที่เป็นที่ตั้งของสถานประกอบการดังกล่าว อีกทั้งความมั่นคงในแง่ของวิธีการบริหารจัดการกองทรัสต์ ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบมากกว่าการมอบหมายความไว้วางใจให้แก่ทรัสต์ซึ่งเป็นบุคคลธรรมดา จนได้กลายเป็นที่นิยมและเป็นแบบอย่างในการมอบหมายความไว้วางใจแก่ทรัสต์เมื่อมีการนำทรัสต์มาใช้ในกรณีอื่นๆ โดยเฉพาะทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ดังจะเห็นได้จากการที่กฎหมายภายในรัฐหลายรัฐในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายรองรับให้บริษัทสามารถทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ได้<sup>23</sup>

เมื่อทรัสต์เข้าถือกรรมสิทธิในทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ตามที่ถูกก่อตั้งทรัสต์ได้โอนให้แก่ทรัสต์แล้ว ทรัสต์ก็มีหน้าที่บริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์และนำทรัพย์สินดังกล่าวออกหาประโยชน์หรือนำไปลงทุน<sup>24</sup> ภายใต้ขอบเขตที่ถูกตั้งทรัสต์ได้กำหนดไว้หรือเป็นไปตามเงื่อนไขที่กฎหมายอนุญาต<sup>25</sup> เพื่อนำรายได้เข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของกองทรัสต์ นอกจากนี้หน้าที่ในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ของทรัสต์นั้นอาจรวมถึงหน้าที่ในการดูแลรักษาหรือซ่อมแซมทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ จำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สิน เช่าหรือให้เช่าทรัพย์สิน โดยทรัสต์จะต้องปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและสอดคล้องกับความประสงค์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

<sup>21</sup> แม้ว่าครั้งหนึ่งจะเคยมีการออกกฎหมายห้ามมิให้ทรัสต์เป็นบริษัท อันเนื่องมาจากคุณสมบัติเฉพาะของผู้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ "A corporation could not be a trustee because it is a dead body, although it consists of natural persons, and in this dead body a confidence cannot be put, but in bodies natural." ; FREDERICK THULIN "FORMAL CREATION OF A TRUST INTER VIVOS" 11 ILL. L. R. 619 1916-1917, 619-41 (1916-1917) , at 620

<sup>22</sup> THULIN, "Formal Creation of a Trust Inter Vivos.", at 620

<sup>23</sup> Ibid., at 621

<sup>24</sup> Matter of Reid v Greenberg (1993), 170 N. Y. App. 631, "where the investment took the form of a renewal of the obligation, a provision allowing a trustee to invest could also provide for this contingency. However, the provision allowing or authorizing the trustee to take any steps - it may deem desirable or expedient in the event of a default, is sufficient to cover this situation."

<sup>25</sup> THULIN, "Formal Creation of a Trust Inter Vivos.", at 636

### 2.2.3 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust)

ทรัสต์ประเภทนี้จัดตั้งขึ้นเพื่อการสาธารณกุศล โดยมีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนและเฉพาะเจาะจงมากกว่าองค์กรสาธารณกุศลหรือมูลนิธิต่างๆ และมีได้มุ่งเน้นผลประโยชน์อันเกิดขึ้นจากการค้าหรือมีวัตถุประสงค์เพื่อหากำไร

เมื่อพิจารณาตามกฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งเป็นประเทศที่เกิดกฎหมายทรัสต์ขึ้นเป็นประเทศแรกก็จะพบว่า ลักษณะของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) มีลักษณะเป็นทรัสต์ที่เกิดจากการแสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์โดยชัดแจ้ง (express trust) โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องระบุวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งทรัสต์และประโยชน์สาธารณะไว้อย่างชัดเจน เช่น การก่อตั้งทรัสต์เพื่อบรรเทาความยากจน (trusts for the relief of poverty) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อสนับสนุนการศึกษา (trusts for the promotion of education) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อสนับสนุนศาสนา (trusts for the promotion of religion) หรือการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการสาธารณกุศลอื่นๆ ตามที่กฎหมายกำหนด (trust recognized by the law) เช่น ทรัสต์เพื่อการสงเคราะห์สัตว์ (trusts for the benefit of animals) และทรัสต์เพื่อประโยชน์แก่ท้องถิ่น (trusts for the benefit of a locality) เป็นต้น โดยทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) นั้นจะต้องเป็นการก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์สาธารณะหรือประโยชน์ของประชาชนโดยรวมเท่านั้นมิใช่เพียงแต่เฉพาะประโยชน์ของบุคคลใดหรือกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่ง เนื่องจากทรัสต์ประเภทนี้จะได้รับสิทธิประโยชน์ตามกฎหมาย เช่น การได้รับยกเว้นภาษี และอิสระในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ของทรัสต์ แม้ว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) นั้นจะมีลักษณะเช่นเดียวกับทรัสต์ประเภทอื่นๆ โดยจะต้องอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของทรัสต์ แต่เนื่องจากทรัสต์กับผู้รับประโยชน์ของทรัสต์ไม่ได้มีความผูกพันใดๆ ตามสัญญาต่อกัน<sup>26</sup> ทำให้ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) มีอิสระในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์มากกว่าทรัสต์ของทรัสต์ประเภทอื่นๆ<sup>27</sup> โดยผู้รับประโยชน์จะไม่สามารถนำคดีขึ้นสู่ศาลเพื่อฟ้องร้องผู้เป็นทรัสต์ได้ เว้นแต่จะเป็นกรณีที่มีการดำเนินการแทนโดยรัฐ (*parens patriae*)

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ก็จะพบว่ามีลักษณะเช่นเดียวกับ

<sup>26</sup> Alastair Hudson, *Equity and Trusts*, 7th ed.(New York, United State: Routledge, 2013), at 1107

<sup>27</sup> Nigel Stockwell and Richard Edward, *Trusts and Equity*, 7th ed.(United Kingdom Pearson Longman, 2005), at 234

ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) ของประเทศอังกฤษ โดยประเทศสหรัฐอเมริกาแบ่งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) ออกเป็น 2 ประเภทคือ

(1) **ลีดทรัสต์ (Lead Trust)** คือ ทรัสต์ที่ตั้งขึ้นเพื่อให้ประโยชน์ในทางสาธารณกุศล เป็นอันดับแรก โดยทรัพย์สินในส่วนที่เหลือของกองทรัสต์หลังจากที่มีการเลิกทรัสต์จะถูกนำไปจัดสรรให้แก่ผู้รับประโยชน์ เช่น ทายาทที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ระบุชื่อไว้ หรือ ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (donor) เอง

(2) **รีเมนเดอร์ทรัสต์ (Remainder Trust)** คือ ทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในทางสาธารณกุศลเป็นลำดับสุดท้าย และมีลักษณะการจัดโครงสร้างที่แน่นอน (irrevocable structures) โดยทรัพย์สินในส่วนที่เหลือของกองทรัสต์ภายหลังจากที่ได้จัดสรรประโยชน์ที่เกิดจากกองทรัสต์ให้แก่ผู้รับประโยชน์ตามที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นผู้กำหนดและเมื่อมีการเลิกทรัสต์แล้ว ทรัพย์สินในส่วนที่เหลือดังกล่าวจะถูกนำไปจัดสรรเพื่อใช้ประโยชน์ในทางสาธารณกุศลตามที่ระบุไว้ต่อไป

### การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust)

ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) มีรูปแบบการจัดตั้งที่หลากหลายตามกฎหมายภายในที่แต่ละประเทศกำหนด เช่น ประเทศนิวซีแลนด์ มีการออกกฎหมายเพื่อรองรับการจัดตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) โดยเฉพาะและใช้ชื่อว่า The Charitable Trusts Act 1957<sup>28</sup> หรือในหลายๆ ประเทศอาจไม่ได้กำหนดกฎหมายทรัสต์ที่นำมาใช้เพื่อประโยชน์ในทางสาธารณกุศลโดยเฉพาะ แต่ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) จะถูกรวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกฎหมายทั่วไป เช่น ในประเทศอังกฤษซึ่งมีกฎหมายที่รองรับการจัดตั้งองค์กรที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการสาธารณกุศลคือ The Charitable Act 1960 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกมาใช้บังคับ แทน The Charitable Trusts Acts 1853<sup>29</sup> เพื่อให้มีบทบัญญัติกฎหมายที่กว้างขึ้นและสามารถ

<sup>28</sup> See The Charitable Trusts Act 1957, § 3

<sup>29</sup> The Charitable Trusts Acts 1853, CHAPTER 58 “An Act to replace with new provisions the Charitable Trusts Acts, 1853 to 1939, and other enactments relating to charities, to repeal the mortmain Acts, to make further provision as to the powers exercisable by or with respect to charities or with respect to gifts to charity, and for purposes connected therewith.” [29th July, 1960]

รองรับการจัดตั้งองค์กรที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการสาธารณกุศลที่มีความหลากหลายมากขึ้น ซึ่งรวมถึงทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) ด้วย

### **บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์**

โดยหลักทั่วไป ทรัสต์ที่ทำหน้าที่ดูแลกองทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) จะมีหน้าที่เช่นเดียวกับทรัสต์ประเภทอื่นๆ คือ บริหารจัดการกองทรัสต์เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์ และเนื่องจากทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) มีวัตถุประสงค์เพื่อประโยชน์สาธารณะ ดังนั้น กฎหมายของหลายประเทศจึงกำหนดคุณสมบัติเฉพาะของทรัสต์สำหรับทรัสต์ประเภทนี้ขึ้น กล่าวคือ นอกจากจะเป็นผู้ที่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ก่อตั้งทรัสต์แล้วทรัสต์จะต้องเป็นบุคคลที่มีคุณสมบัติตามที่กฎหมายกำหนด เช่น เป็นบุคคลที่ไม่เคยมีประวัติอาชญากรรม ไม่เคยเป็นบุคคลล้มละลาย และไม่เคยมีประวัติว่าเคยถูกถอดถอนออกจากการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์อื่นๆ เป็นต้น นอกจากนี้กฎหมายยังกำหนดหน้าที่โดยเฉพาะเจาะจงให้กับทรัสต์เพื่อปกป้องประโยชน์สาธารณะรวมถึงหน้าที่ในการจัดทำรายงานและเสนอต่อคณะกรรมการด้านการสาธารณกุศล (The Charity Commissioners) ที่กฎหมายจัดตั้งขึ้น

### **2.2.4 การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust)**

แม้ว่าทรัสต์จะเกิดขึ้นมาเป็นเวลานานกว่า 100 ปีแล้ว<sup>30</sup> โดยในระยะแรกเป็นการนำทรัสต์มาใช้ในลักษณะที่เป็นการโอนกรรมสิทธิในทรัพย์สิน และทรัสต์ก็ได้รับการพัฒนาอย่างต่อเนื่องตามสภาพสังคมและเศรษฐกิจที่มีความเจริญมากขึ้น จนได้รับการพัฒนาขึ้นมาเพื่อตอบสนองความต้องการเชิงพาณิชย์ (Commercial Purpose) เรียกว่า ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) โดยปัจจุบันพบว่าการนำทรัสต์มาใช้ในการถ่ายโอนความมั่งคั่งในครอบครัว (family wealth) ในจำนวนที่มากกว่า 90% ของความมั่งคั่งในประเทศสหรัฐอเมริกา ถูกจัดตั้งขึ้นในรูปของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust)<sup>31</sup> ทั้งสิ้น

<sup>30</sup> John H. Langbein, "The Contractarian Basis of the Law of Trusts," 105 YALE L.J. 625 (1995), at 632-33

<sup>31</sup> Ibid.

นอกจากนี้ โดยลักษณะของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) เองก็ได้รับการพัฒนาให้มีความหลากหลายมากขึ้นทั้งรูปแบบการใช้งานรวมถึงการจัดโครงสร้างและสถานะของทรัสต์ที่มีความซับซ้อนเพื่อรองรับการเกิดขึ้นของเครื่องมือทางการเงินรูปแบบใหม่ที่ตอบสนองความต้องการเชิงพาณิชย์

### การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust)

ปัจจุบันมีการนำทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) มาใช้ในลักษณะที่แตกต่างกันอย่างมากมายซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นไปเพื่อตอบสนองความต้องการในเชิงพาณิชย์ เช่น การนำทรัสต์มาใช้เพื่อวัตถุประสงค์พิเศษ (Special Purpose Vehicles) การนำทรัสต์มาใช้ในการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) การนำทรัสต์มาใช้ในรูปของกองทุนรวม (Mutual Fund) การนำทรัสต์มาใช้ในการกระจายความเสี่ยงในการให้กู้ยืมเงินของสถาบันการเงิน (Diversifying Lending Risk) และการนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) เป็นต้น<sup>32</sup>

อย่างไรก็ดี จากข้อมูลที่ผู้วิจัยได้จากการศึกษา พบว่าปัจจุบันทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) สามารถแบ่งได้ออกเป็น 2 รูปแบบที่มีความแตกต่างกัน<sup>33</sup> ดังนี้

#### (1) ทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust)

ทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) หรือ The Traditional commercial trust<sup>34</sup> มีลักษณะคล้ายกับทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อสาธารณกุศล (Charitable Trust) หรือ Donative trust เนื่องจากทรัสต์ในลักษณะดังกล่าวจะไม่มีสถานะเป็นบุคคลตามกฎหมาย (legal person) เหมือนกับการประกอบธุรกิจในรูปแบบของบริษัท (corporation)<sup>35</sup>

<sup>32</sup> Steven L. Schwarcz, "Commercial Trusts as Business Organizations : Unraveling the Mystery," 58 *Bus. Law.* 559 (2002-2003), at 564-572

<sup>33</sup> Thomas E. Plank, "The Bankruptcy Trust as a Legal Person," 35 *Wake Forest L. Rev.* 251 (2000), at 256

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> *Morrison v. Lennett*, 616 N.E.2d 92, 94 (Mass. 1993) "noting that, in suit against a trust and its trustees, with the exception of a business trust, a trust is not a legal entity that may be sued"; Jeffrey A. Schoenblum, *The Hague*

แม้จะก่อตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในทางพาณิชย์ (Commercial Purposes) ก็ตาม โดยทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) นี้จะมีลักษณะเช่นเดียวกับทรัสต์ในกรณีอื่นๆ กล่าวคือ การก่อตั้งทรัสต์จะเกิดขึ้นจากความผูกพันตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) จะทำการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะก่อตั้งเป็นกองทรัสต์ให้แก่ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์มีกรรมสิทธิ์ (legal title) เหนือทรัพย์สินดังกล่าวซึ่งเป็นของกองทรัสต์ และบริหารจัดการกองทรัสต์ในนามของผู้รับประโยชน์

ทรัสต์ในรูปแบบนี้มักจะนำมาใช้ในกรณีที่ลูกหนี้ให้หลักประกันที่เป็นทรัพย์สินไว้แก่เจ้าหนี้เพื่อเป็นประกันความรับผิดในรูปของกองทรัสต์ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) และธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)<sup>36</sup> เป็นต้น

### **บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์**

โดยบทบาทของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองทรัสต์จะเป็นไปตามคำสั่งที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้กำหนดไว้ซึ่งอาจระบุในสัญญาหรือตราสารก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) ดังนั้น ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ในรูปแบบดั้งเดิม (Traditional Trust) นี้จึงมีหน้าที่อย่างจำกัดและไม่ค่อยมีบทบาทในการดำเนินธุรกิจของกองทรัสต์เมื่อเทียบกับกรณีบทบาททรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) ซึ่งทรัสต์จะมีบทบาทอย่างมากและมีหน้าที่อย่างกว้างขวางในการบริหารจัดการกองทรัสต์ซึ่งจะได้กล่าวต่อไป

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในเชิงหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ ก็พบว่า ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ในรูปแบบดั้งเดิม (Traditional Trust) อาจต้องรับผิดเป็นการส่วนตัว เมื่อปรากฏข้อเท็จจริงว่าในการบริหารจัดการกองทรัสต์ของทรัสต์มีการก่อนิติสัมพันธ์ในนามกองทรัสต์กับบุคคลภายนอก และมีการผิดสัญญาหรือมีนิติเหตุที่เป็นละเมิดเกิดขึ้น ทรัสต์ในฐานะที่เข้าผูกพันเป็นคู่สัญญากับบุคคลภายนอกในนามของกองทรัสต์อาจต้องรับผิดด้วยตนเองแม้ว่าความรับผิดในทางทรัพย์สิน

---

Convention of Trusts: Much Ado About Very Little, 3 J. INT'L TRUST & CORP. PLANNING 5, 14 (1994) ("The Convention... requires recognition of the trust as a distinct legal entity.")

<sup>36</sup> Steven L. Schwarcz, "Commercial Trusts as Business Organizations : Unraveling the Mystery.", at 570

จะตกแก่กองทรัสต์ก็ตาม และถึงแม้ว่าบุคคลภายนอกจะทราบอยู่แล้วว่าการที่ทรัสต์เข้าทำธุรกรรมนั้นเป็นการดำเนินการแทนกองทรัสต์<sup>37</sup>

## (2) ทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust)

ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้ เริ่มนำมาใช้ครั้งแรกในรัฐ Massachusetts ในศตวรรษที่ 19<sup>38</sup> เพื่อตอบสนองการที่รัฐออกกฎหมายห้ามมิให้บริษัท (corporation) เป็นเจ้าของหรือทำการซื้อขายทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะที่ดิน เป็นต้น จึงมีการจัดตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) ขึ้นเพื่อให้มีลักษณะของการจำกัดความรับผิด (Limited liability) เช่นเดียวกับองค์กรธุรกิจประเภทอื่นๆ ที่มีความเป็นนิติบุคคล เพื่อหลีกเลี่ยงข้อจำกัดของกฎหมายภายในของรัฐ<sup>39</sup> ซึ่งจากเหตุการณ์ดังกล่าวได้นำมาสู่ผลสำเร็จที่หลากหลายในปัจจุบัน<sup>40</sup> เนื่องจากการเติบโตของการนำทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นั้นถูกนำมาใช้ประโยชน์ทางการค้าเป็นจำนวนมาก โดยเหตุผลส่วนหนึ่งที่นิยมนำทรัสต์ประเภทนี้มาใช้ก็เนื่องมาจากการที่กฎหมายรับรองสถานะของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) ให้มีสถานะเป็นหน่วยทางกฎหมาย (legal entities) และยังมีข้อได้เปรียบมากกว่าการดำเนินธุรกิจในรูปแบบบริษัท (corporation) โดยเฉพาะข้อได้เปรียบในทางภาษี เนื่องจากในระยะเริ่มแรกถือว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) เป็นลักษณะของการจัดการทรัพย์สินที่ไม่ถือเป็น

<sup>37</sup> RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS §§ 261-264 (1959). "If liability arises solely as title holder, the trustee retains liability "but only to the extent to which the trust estate is sufficient to indemnify him". อย่างไรก็ตามก็ยังมีกฎหมายภายในของบางรัฐในประเทศสหรัฐอเมริกาที่กำหนดให้ทรัสต์หลุดพ้นจากความรับผิดเป็นการส่วนตัว See id. § 712, at 268-76; id. § 732, at 371-79.

<sup>38</sup> Schumann-Heink v. Folsom (1927), 159 N.E. 250, 252 (Ill. 1927) stating that "the legality of the business trust has been recognized in England since 1880 and has been in use in Massachusetts since before 1890"; State St. Trust Co. v. Hall (1992), 41 N.E.2d 30, 34 (Mass. 1942) (discussing the history of the business trust).

<sup>39</sup> SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY, "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies," 13 Del. J. Corp. L. 421 1988 (1988), at 426

<sup>40</sup> Goldwater, 292 P. at 629 holding that "the beneficiaries of a business trust in California were not personally liable for debt contracted by the trustees of the business trust".



หน่วยทางภาษีอากร (Non-entity tax status)<sup>41</sup> จนกระทั่งศาลสูง (Supreme Court) ของสหรัฐอเมริกาได้มีการวางแนวคำวินิจฉัยว่า หากการจัดตั้งทรัสต์เป็นไปเพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกิจ รายได้ของกองทรัสต์จะต้องถูกนำมาเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลเช่นเดียวกับบริษัททั่วไป<sup>42</sup>

จากกรณีที่กำลังกล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้ มีวัตถุประสงค์แรกเริ่มของการจัดตั้งคือการถือครองกรรมสิทธิในอสังหาริมทรัพย์เพื่อทำประโยชน์ในทางธุรกิจ (conduct a business) โดยมีลักษณะที่พัฒนามากจากทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) และมีความคล้ายคลึงกับทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) ในแง่ของการเกิดทรัสต์ เนื่องจากมีการโอนทรัพย์สินไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์<sup>43</sup> ให้แก่ทรัสต์ซึ่งอาจเป็นคนเดียวหรือหลายคนก็ได้เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ตามที่ได้มีการจัดกลุ่มไว้

อย่างไรก็ดี ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้ มีความแตกต่างจากทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) หลายประการ กล่าวคือ ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) จะใช้ทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์เพื่อการดำเนินการทางธุรกิจ (operate business) โดยที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะไม่เพียงแต่ระบุทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ไว้เท่านั้น แต่ยังมีภาระถึงหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์และสิทธิของผู้รับประโยชน์ (beneficiaries) รวมถึงการกำหนดขอบเขตที่เป็นการอนุญาตให้ทรัสต์นำทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ไปลงทุนหรือดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ (business activities) อีกด้วย นอกจากนี้ ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้ยังมีความแตกต่างจากทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) อยู่ไม่น้อย เนื่องจากทรัสต์ประเภทนี้ถูกสร้างขึ้นเพื่อให้มีสถานะทางกฎหมาย (legal person) หรือเป็นหน่วยในการประกอบธุรกิจ (Business Entity) เช่นเดียวกับองค์กรธุรกิจประเภทอื่นๆ เช่น

<sup>41</sup> SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY, "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies.", at 447

<sup>42</sup> *Morrissey v. Comm'r* (1935), 296 U.S. 344, 360; *Swanson v. Comm'r* (1935), 296 U.S. 362, 365; *Helvering v. Combs* (1935), 296 U.S. 365, 368-69; *Helvering v. Coleman-Gilbert Assocs* (1935), 296 U.S. 369, 372.

<sup>43</sup> Thomas E. Plank, "The Bankruptcy Trust as a Legal Person.", at 258

บริษัท (corporation) หุ้นส่วนบริษัท (partnership) หรือบริษัทจำกัด (limited liability company) เป็นต้น และยังถูกนำมาใช้เพื่อสร้างสถานะนิติบุคคลในหลายบริษัท<sup>44</sup>

### **บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์**

โดยทั่วไปทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้สามารถที่จะเข้าทำกิจกรรมทางธุรกิจได้อย่างไม่มีข้อจำกัด เช่น การนำทรัสต์มาใช้ในลักษณะที่เป็นกองทุนรวมเปิด (open-end mutual fund)<sup>45</sup> การนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) ที่ทรัสต์สามารถจัดการทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ได้โดยตรง และการนำทรัสต์มาใช้ในธุรกิจการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) เป็นต้น และโดยที่ทรัสต์ประเภทนี้อาจมีลักษณะ

---

<sup>44</sup> ตัวอย่างเช่น CONN. GEN. STAT. ANN. § 34-501(2) (West Supp. 1999) (providing that a statutory trust, which includes a business trust, shall be "a separate legal entity"); DEL. CODE ANN. tit. 12, § 3801(a) (1995 & Supp. 1998) (providing that a trust shall be "a separate legal entity"); MINN. STAT. ANN. § 318.02.1 (West 1996) (providing that an association organized under the statute "shall be a business trust and a separate unincorporated legal entity"); OHIO REV. CODE ANN. § 1746.02 (Anderson 1997) (providing that "[a] business trust is a separate unincorporated legal entity"); *In re Vento Dev. Corp.*, 560 F.2d 2, 4-5 (1st Cir. 1977) (holding that a business organized under Puerto Rican law is a legal entity capable, as a creditor, of filing an involuntary bankruptcy petition against debtor); *Goldwater v. Oltman*, 292 P. 624, 627, 629 (Cal. 1930) (stating that "we see no reason why such organizations [business trusts] with their limited liability should not be recognized in this state"); *Erisman v. McCarty*, 236 P. 777, 782 (Colo. 1925) (reversing judgment against business trust conducting mining business for fraud in sale of beneficial interests and stating that there is no objection to a business trust organized under Colorado common law); *Lafayette Bank & Trust Co. v. Branchini & Sons Constr. Co.*, 342 A.2d 916, 917 (Conn. Super. Ct. 1975) (holding that a real investment trust organized under Maryland law is a legal entity capable of being sued); *Vischer v. Dow Jones & Co.*, 59 N.E.2d 884, 892 (Ill. App. 1945) (providing that, notwithstanding an earlier decision that a business trust was not a legal entity under Illinois law, a business trust organized under Massachusetts law was a legal entity capable of being sued in Illinois); *Hemphill v. Orloff*, 213 N.W. 867, 872 (Mich. 1927) (finding that the business trust was a legal entity, which did not file under the corporation laws and, therefore, was not entitled to file suit in Michigan); *Pacific Am. Realty Trust v. Lonctot*, 381 P.2d 123, 125-27 (Wash. 1963) (stating that a business trust organized under the laws of Massachusetts may sell securities in Washington if it qualifies under applicable Washington law); see also 12 U.S.C. § 1841(a)(1) (1994) (stating that a business trust is included within definition of a bank holding company); 12 U.S.C. §§ 377, 378 (1994) (stating that a business trust is included in prohibitions of Glass-Steagall Act); 29 U.S.C. § 203(a) (1994) (stating that a business trust is a "person" subject to the Fair Labor Standards Act).

<sup>45</sup> Philip H. Newman, "Legal Considerations in Forming a Mutual Fund, in *Investment Company Regulation and Compliance*," 23, 25-26, 28-29 (ALI-ABA CLE 1999) (1999). (discussing advantages of organizing mutual fund as a business trust instead of a corporation).

เป็นนิติบุคคลเช่นเดียวกับบริษัท (corporation) และหุ้นส่วนบริษัท (partnership) ทำให้ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้มีการดำรงอยู่โดยแยกต่างหากจากบุคคลที่เป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ กล่าวคือในกรณีที่ทรัสต์ได้รับการรับรองสถานะทางกฎหมายให้เป็นนิติบุคคล ทรัสต์ประเภทนี้มีความสามารถในการเข้าทำธุรกรรมกับบุคคลที่สามได้ในนามของกองทรัสต์เอง สามารถเป็นโจทก์หรือจำเลยในกระบวนการพิจารณาคดี หรือสามารถทำธุรกรรมจำหน่าย จ่าย โอน ทรัพย์สินในนามของกองทรัสต์ และที่สำคัญคือทรัสต์ประเภทนี้สามารถกู้ยืมเงินได้ในนามของกองทรัสต์ซึ่งทำให้ทรัสต์มีสถานะเป็นลูกหนี้ (debtor) ตามกฎหมายและสามารถเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ในขณะที่ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) ไม่สามารถทำเช่นนั้นได้

ด้วยคุณสมบัติข้างต้น ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) นี้ จึงสามารถรับผิดชอบต่อผลของการดำเนินกิจการของทรัสต์ได้โดยตรง โดยที่ทรัสต์ไม่ต้องร่วมรับผิดชอบกับกองทรัสต์<sup>46</sup> เว้นแต่กรณีที่ทรัสต์กระทำความผิดต่อหลักความไว้วางใจหรือกรณีที่เป็นความผิดในทางส่วนตัวของทรัสต์โดยแท้ แต่ทรัสต์ก็ยังคงมีหน้าที่ให้การบริหารจัดการกองทรัสต์เช่นเดียวกับหน้าที่ของทรัสต์ของกองทรัสต์ประเภทอื่นๆ เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์

### 2.2.5 การนำรูปแบบของทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust)

เป็นรูปแบบการลงทุน (collective investment) รูปแบบหนึ่งซึ่งมีลักษณะการจัดตั้งเป็นองค์กรธุรกิจและได้รับความนิยมอย่างมากในประเทศอังกฤษ อย่างไรก็ตาม ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน หรือที่เรียกว่า Investment Trust นี้อาจทำให้เกิดความเข้าใจผิด เนื่องจากทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) อาจไม่ใช่ทรัสต์ (ในมุมมองของกฎหมายทรัสต์) แต่มีลักษณะเป็นองค์กรธุรกิจรูปแบบหนึ่งที่มีการนำหลักการ (concept) ของทรัสต์มาใช้ เช่น กองทุนรวมปิด (closed-end funds) และการนำหลักการของทรัสต์มาใช้ในการดำเนินธุรกิจของบริษัทมหาชนจำกัด

<sup>46</sup> ตัวอย่างเช่น ALA. CODE § 19-3-62 (1997); CONN. GEN. STAT. ANN. § 34-523 (West 1997); DEL. CODE ANN. tit. 12, § 3803(b) (1995); KY. REV. STAT. ANN. § 386.39 (Lexis 1999); MINN. STAT. ANN. § 318.02.4 (West 1996); OHIO REV. CODE ANN. § 1746.13(A) (Anderson 1997). หรือกรณีที่บางรัฐออกกฎหมายให้สามารถดกลงจำกัดความรับผิดชอบของทรัสต์ในสัญญา ก่อตั้ง ทรัสต์ (trust agreement) ได้ เช่น ARIZ. REV. STAT. ANN. § 10-1877 B (West 1996); S.C. CODE ANN. § 33-53-40 (Law. Co-op. 1990).

(public limited companies)<sup>47</sup> เป็นต้น และเป็นต้นกำเนิดของ investment company ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ทรัสต์ประเภทนี้มีลักษณะเด่นที่คล้ายคลึงกับทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) โดยเฉพาะอย่างยิ่งคือการที่กฎหมายของต่างประเทศส่วนใหญ่กำหนดให้ทรัสต์ประเภทนี้อาจจัดตั้งขึ้นในรูปขององค์กรธุรกิจที่มีความเป็นนิติบุคคลอยู่แล้ว เช่น บริษัท และกองทุน เป็นต้น ซึ่งจะมีผลถึงการทำหน้าที่ของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองทรัสต์ และการแบ่งส่วนความเป็นเจ้าของ (equitable ownership) ในทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ ซึ่งจะกล่าวต่อไป

### การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust)

ลักษณะโดยทั่วไปของการก่อตั้งทรัสต์ประเภทนี้จะมีวัตถุประสงค์เพื่อการระดมเงินจากผู้ลงทุน (Investors) เพื่อนำมารวมเข้าเป็นกองทรัพย์สินของทรัสต์ โดยในการระดมเงินจากผู้ลงทุนนั้นอาจมีลักษณะของการแบ่งส่วนความเป็นเจ้าของ (equitable ownership) ตามจำนวนหน่วยของตราสาร (Unit Trust) ที่ออกโดยทรัสต์ซึ่งได้รับโอนทรัพย์สินมาจากผู้ก่อตั้งทรัสต์ โดยที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ส่วนใหญ่มักจะเป็นผู้ประกอบการธุรกิจในรูปแบบของบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด (public limited companies) โดยอาจนำวิธีการระดมทุนเช่นเดียวกับกรณีของบริษัทมหาชนจำกัดมาใช้ เช่น การระดมทุนโดยการออกและเสนอขายตราสารที่เรียกว่า “หน่วยทรัสต์” (Unit Trust) ให้แก่ประชาชนเป็นการทั่วไป (Public Offering) หรืออาจเสนอขายแก่บุคคลที่เฉพาะเจาะจง เช่น บุคคลที่จะเข้ามาลงทุนร่วมกับบริษัท หรือเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทด้วยวิธีการเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด (Private Placement) เป็นต้น และตราสารของทรัสต์ที่เรียกว่า “หน่วยทรัสต์” (Unit Trust) นี้ ก็มักจะมีการนำมาซื้อขายอย่างกว้างขวางผ่านตลาดหลักทรัพย์ เช่นเดียวกับหุ้นหรือหลักทรัพย์อื่นๆ ของบริษัทมหาชน (public companies) ด้วย

เมื่อมีการระดมเงินจากผู้ลงทุน (Investors) เพื่อนำมารวมเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกองทรัพย์สินของทรัสต์แล้ว ผู้ก่อตั้งทรัสต์ซึ่งอาจเป็นบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด ภายใต้การตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัทก็จะพิจารณาอบหมายหน้าที่ในการบริหารจัดการกองทรัสต์ให้แก่ทรัสต์ และจัดให้มีผู้บริหารจัดการกองทรัสต์ (Trust Manager) ซึ่งเป็นผู้ที่มีความชำนาญและเชี่ยวชาญในการนำทรัพย์สินดังกล่าวไปลงทุน ตามนโยบายการลงทุนที่กำหนดไว้ในวัตถุประสงค์

<sup>47</sup> "Investment Trusts" [Online] Available from: <http://news.fool.co.uk/Your-Money/guides/Investment-Trusts.aspx> [2005 December,12].

ของการก่อตั้งทรัสต์ เช่น ลงทุนในหุ้นหรือหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นๆ ที่มีความหลากหลาย (wide range of companies)<sup>48</sup> หรือนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่เรียกว่าทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือ “REITs”<sup>49</sup> เป็นต้น

อย่างไรก็ดี ในปัจจุบันรูปแบบของการนำทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) มาใช้นั้นเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจที่มีความซับซ้อนยิ่งขึ้น เนื่องจากทรัสต์ประเภทนี้สามารถถือครองทรัพย์สินได้อย่างหลากหลาย เช่น เข้าไปถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ถือพันธบัตรรัฐบาลหรือตราสารหนี้ภาครัฐ เป็นผู้ถือหุ้นยววิธของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ถือครองทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ (real estate) หรือแม้กระทั่งเป็นเจ้าของบริษัทเอกชน (private companies) ฯลฯ เป็นต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการนำทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) มาใช้เป็นเครื่องมือในการประกอบธุรกิจ โดยการถือหุ้นในกลุ่มบริษัทอื่นหรือบริษัทในเครือ (holding vehicle) ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้น (Holding Company) ในปัจจุบัน ทั้งนี้ ไม่ว่าจะทรัพย์สินหรือหุ้นหรือบริษัทนั้นๆ จะอยู่ในประเทศหรือต่างประเทศก็ตาม

### **บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์**

เนื่องจากทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) ส่วนใหญ่มักมีสถานะเป็นนิติบุคคล ดังนั้น กองทรัสต์จึงสามารถเข้าทำธุรกรรมหรือกอนิติสัมพันธ์ใดๆ ได้ในนามของทรัสต์เอง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากหลักการของทรัสต์กำหนดให้ทรัสต์นั้นต้องมีทรัสต์เป็นผู้ดูแลการบริหารจัดการกิจการของกองทรัสต์ ดังนั้น ทรัสต์ในกรณีของจากทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) จึงยังคงมีหน้าที่เช่นเดียวกับหลักการทำหน้าที่ของทรัสต์ส่วนใหญ่ซึ่งเป็นไปตามหลักกฎหมายทรัสต์ เช่น กำกับดูแลการบริหารจัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นของกองทรัสต์ เก็บรักษาทรัพย์สินของกองทรัสต์โดยแยกต่างหากจากทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์ ออกหน่วยทรัสต์ จัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์และบัญชีผู้ถือหุ้นทรัสต์ เป็นต้น และยังคงมีหน้าที่ที่จะต้องจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์อย่างดีที่สุดและใช้ความระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่เสมือนเป็นทรัพย์สินของทรัสต์เองโดยแท้ (Fiduciary duty) ซึ่งในปัจจุบัน ความนิยมในการจัดตั้งทรัสต์ที่มีมากขึ้นในต่างประเทศทำให้

<sup>48</sup> The first investment trust was the Foreign & Colonial Investment Trust, started in 1868 "to give the investor of moderate means the same advantages as the large capitalists in diminishing the risk of spreading the investment over a number of stocks". [ "History". Foreign & Colonial Investment Trust. Retrieved 2008-08-20.]

<sup>49</sup> ในประเทศอังกฤษ กำหนดให้ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) จะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) และจะต้องนำหน่วยทรัสต์มาจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ด้วย

มีการออกกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อกำกับดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ รวมถึงบุคคลที่การทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ เช่น จะต้องได้รับอนุญาตจากหน่วยงานที่กำกับดูแลภายในประเทศที่ทรัสต์นั้นจัดตั้งขึ้น และจะต้องมีคุณสมบัติและมีความน่าเชื่อถือตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด เป็นต้น

อย่างไรก็ดี เนื่องจากทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) มักก่อตั้งขึ้นเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจในเชิงแข่งขัน (active business) ทำให้การตัดสินใจดำเนินกิจการต่างๆ จะต้องเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วในลักษณะที่เป็น day to day management ดังนั้น ในทางปฏิบัติทรัสต์จึงอาจมอบหมายให้ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือกรรมการบริษัทในกรณีที่ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) จัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท ทำหน้าที่ตัดสินใจบริหารกิจการของทรัสต์ภายใต้การตรวจสอบและการกำกับดูแลของทรัสต์ โดยกฎหมายของบางประเทศอาจกำหนดให้ทรัสต์สามารถบอกเลิกการทำธุรกรรมต่างๆ ที่ผู้จัดการกองทรัสต์หรือกรรมการได้ดำเนินการไปแล้วได้ หากเห็นว่าการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวจะก่อให้เกิดผลเสียหายแก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์และผู้รับประโยชน์โดยรวม

## 2.3 การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

แม้หลักการของทรัสต์จะถูกพัฒนาขึ้นในประเทศอังกฤษผ่านคำตัดสินของศาลชานเซอร์รี (Court of Chancery) ที่ได้พิจารณาโดยนำหลักเอ็คควิตี้ (Equity) มาใช้ทำให้เกิดการรับรองหลักการของทรัสต์และทำให้มีการนำทรัสต์มาใช้ในการจัดการทรัพย์สินอย่างแพร่หลาย

แต่การเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์นั้นกลับเกิดขึ้นและได้รับการพัฒนาขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่ใช้กฎหมายระบบคอมมอนลอว์(Common Law) ตามระบบกฎหมายอังกฤษ แต่ลักษณะและพัฒนาการเกี่ยวกับกฎหมายทรัสต์ของประเทศสหรัฐอเมริกามีความแตกต่างจากแนวคิดของประเทศอังกฤษเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) ที่เกิดขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกา<sup>50</sup>

โดยที่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ในประเทศสหรัฐอเมริกานั้น เกิดขึ้นจากข้อจำกัดทางกฎหมายในในศตวรรษที่ 19 ที่มีการออกกฎหมายห้ามมิให้องค์กรธุรกิจทำการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (prohibited dealing in real

<sup>50</sup> William J. Daly, "A Comparative Analysis of the New Real Estate Investment Trust Legislation in Germany and the United Kingdom: Will Those Markets Experience the Same Success as the United States?," 17 *Transnat'l L. & Contemp. Probs.* 839 2008 (2008)., at 840

estate)<sup>51</sup> และจะต้องจัดทำรายงานระบุนายละเอียดทรัพย์สินและหนี้สินเป็นประจำทุกปี ซึ่งการที่รัฐออกกฎหมายห้ามมิให้องค์กรธุรกิจซื้อขายอสังหาริมทรัพย์นี้เองที่กลายเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้มีการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการบริหารจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial trusts) ซึ่งเป็นทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business trusts) มากขึ้น เนื่องจาก Business trusts ไม่อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ทางกฎหมายดังกล่าว อีกทั้ง Business trusts ยังเป็นการรวมกลุ่มทางธุรกิจที่มีความยืดหยุ่นและมีความต่อเนื่องในการบริหารจัดการมากกว่าองค์กรธุรกิจในรูปแบบ corporations

ความนิยมในการจัดตั้ง Business trusts เพื่อทดแทนข้อจำกัดทางกฎหมายที่เกิดขึ้นกับบริษัท โดยเฉพาะการจัดตั้ง Business trusts เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์นั้น ได้นำมาสู่การยอมรับถึงความมีอยู่ของสถานะที่แยกต่างหาก (separate entity) ของ Business trusts ในคดี *Williams v. Inhabitants of Milton* ในปี 1913 และได้นำมาสู่การพิจารณาหลักการของทรัสต์ผ่านการวางหลักของศาลสูงว่า Business trusts ซึ่งเป็น real estate trust นั้น จะต้องมิลักษณะดังนี้

- (1) มีทรัสต์ที่ทำหน้าที่ออกหน่วยทรัสต์ให้แก่ผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ และสามารถจำหน่ายโอนหน่วยทรัสต์ได้
- (2) มีทรัสต์ที่เป็นผู้ถือทรัพย์สินของกองทรัสต์เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์
- (3) กองทรัสต์นั้นต้องมีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงตราสารทางการเงินอื่นๆ (bonds) หรือเอกสารที่ก่อตั้งสิทธิในอสังหาริมทรัพย์ (notes on real estate) และมีการนำอสังหาริมทรัพย์ออกหาประโยชน์โดยการนำออกให้เช่า
- (4) มีผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์ และมีสิทธิได้รับส่วนแบ่งรายได้จากการบริหารจัดการกองทรัสต์ เป็นต้น

อย่างไรก็ดี การนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) นั้น เกิดขึ้นอย่างเป็นทางการในปี 1960 โดยการยอมรับแนวคิดของการจัดตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ของสภาคองเกรสของประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อสร้างโอกาสให้แก่ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ (large-scale) ซึ่งเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทางอ้อม และเพื่อให้ผู้ลงทุนมีเครื่องมือที่ใช้ในการกระจายการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอเพื่อสร้างผลตอบแทนจากการลงทุน

<sup>51</sup> SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY, "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies.", at 425

ในอสังหาริมทรัพย์ จนกระทั่งในปัจจุบันได้มีการนำตราสารที่แสดงสัดส่วนการลงทุนที่ออกโดยรีท (REITs) หรือที่เรียกว่า หน่วยรีท ซึ่งเป็นหน่วยทรัสต์ (Unit Trusts) ประเภทหนึ่งมาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เพื่อสร้างสภาพคล่องให้แก่ผู้ลงทุนที่ลงทุนในกองรีท (REITs) ทำให้รีท (REITs) กลายเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว และหลายประเทศได้มีการออกกฎหมายเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่อรีท (REITs) มากขึ้นโดยการยกเว้นการเก็บภาษีในระดับ Corporate Level<sup>52</sup> หากรีท (REITs) มีการจ่ายสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหน่วยรีทตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด ซึ่งทำให้รีทกลายเป็นเครื่องมือที่สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนมากกว่าการลงทุนในทรัพย์สินอื่น และด้วยลักษณะที่รีท (REITs) เป็นการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาวและมีความเติบโตอย่างต่อเนื่องนี้เองที่ทำให้รีท (REITs) มีความน่าเชื่อถือและได้รับการนำมาใช้อย่างแพร่หลายในระดับ International Market อีกด้วย

## 2.4 รูปแบบของการนำทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มาใช้ในปัจจุบัน

เมื่อพิจารณาถึงการเกิดขึ้นของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แล้ว ทำให้พบว่าทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) นั้น มีลักษณะที่อาจเป็นได้ทั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) และทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) ตามที่ผู้วิจัยได้กล่าวไว้ในส่วนวิวัฒนาการและรูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ในปัจจุบัน (หัวข้อ 2.2) และเนื่องจากทรัสต์นั้นมีวิวัฒนาการและรูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ที่หลากหลายและมีความเกี่ยวเนื่องกันอย่างยากที่จะจำแนกออกได้อย่างชัดเจนซึ่งส่งผลถึงรูปแบบของการนำทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือรีท (REITs) มาใช้ในปัจจุบัน ทำให้รีท (REITs) นั้นสามารถจัดขึ้นได้หลายรูปแบบ โดยอาจแบ่งรูปแบบในการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือรีท (REITs) ได้ออกเป็น 2 รูปแบบหลัก ดังนี้

### 2.4.1 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีลักษณะการจัดโครงสร้างตามหลักกฎหมายทรัสต์โดยแท้<sup>53</sup>

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ รีท (REITs) ที่เป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) อาจก่อตั้งขึ้นโดยอาศัยหลักการของทรัสต์

<sup>52</sup> William J. Daly, "A Comparative Analysis of the New Real Estate Investment Trust Legislation in Germany and the United Kingdom: Will Those Markets Experience the Same Success as the United States?," at 841

<sup>53</sup> Ibid., at 840



แบบดั้งเดิม (Traditional Trusts) โดยเกิดขึ้นจากสัญญาหรือตราสารก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) ที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor) จะทำการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะก่อตั้งเป็นกองทรัสต์ให้แก่ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์มีกรรมสิทธิ์ (legal title) เหนือทรัพย์สินดังกล่าวซึ่งเป็นของกองทรัสต์ และบริหารจัดการกองทรัสต์ในนามของผู้รับประโยชน์ซึ่งรีย (REITs) ประเภทนี้จะเกิดขึ้นจากความผูกพันตามสัญญาและไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล และรีย (REITs) ที่เป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) อาจก่อตั้งขึ้นโดยอาศัยหลักการของทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) ที่เกิดขึ้นจากสัญญาหรือตราสารก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) เช่นเดียวกับทรัสต์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) แต่จะมีลักษณะที่คล้ายกับองค์กรธุรกิจที่มีความเป็นนิติบุคคล เช่น การจำกัดความรับผิด (Limited liability) ของผู้ถือหุ้นทรัสต์ เช่นเดียวกับองค์กรธุรกิจประเภทอื่น ๆ รวมถึงมีการกำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์และสิทธิของผู้รับประโยชน์ (beneficiaries) ไว้อย่างชัดเจน

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงรูปแบบของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ รีย (REITs) ที่มีลักษณะการจัดโครงสร้างตามหลักกฎหมายทรัสต์โดยแท้ พบว่า รีย (REITs) ประเภทนี้อาจอยู่ในรูปของทรัสต์ภายใต้กฎหมายทรัสต์ของประเทศต่างๆ หรืออาจมีลักษณะการจัดโครงสร้างในรูปแบบโครงการจัดการลงทุน (Collective Investment Scheme) เนื่องจาก Collective Investment Scheme หรือ CIS เป็นรูปแบบหนึ่งของการจัดโครงสร้างแบบกองทุนที่มีการใช้อย่างแพร่หลายในต่างประเทศ เช่น ประเทศไทยที่มีการออกกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติเพื่อรับรองให้มีการก่อตั้งทรัสต์เพื่อธุรกรรมธรรมในตลาดทุนตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 และประเทศที่กำหนดให้ทรัสต์อยู่ในรูปแบบของ CIS เช่น ประเทศสิงคโปร์ ประเทศอังกฤษ และประเทศแคนาดา เป็นต้น โดยที่การจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการจัดโครงสร้างเป็น CIS นี้ จะอยู่ภายใต้กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับ CIS ของแต่ละประเทศซึ่งอาจมีการรับรองสถานะให้ CIS มีสถานะเป็นนิติบุคคลหรือไม่ก็ได้ และมักมีลักษณะเป็น closed-end fund ดังนั้น เพื่อให้เกิดสภาพคล่องแก่ผู้ลงทุน CIS ส่วนใหญ่จึงมักจะนำหน่วยลงทุนเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถซื้อหรือขายคืน (redeem) หน่วยลงทุนของ CIS ได้โดยการนำมาซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์

## 2.4.2 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีสถานะเป็นนิติบุคคล<sup>54</sup>

โดยที่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ รีท (REITs) ที่เป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ในรูปแบบของทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trust) และทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) นั้นสามารถจัดตั้งขึ้นโดยมีการจัดโครงสร้างแบบองค์กรธุรกิจที่มีการนำหลักการ (concept) ของทรัสต์มาใช้ เช่น กองทุนรวมปิด (closed-end funds) และการนำหลักการของทรัสต์มาใช้ในการดำเนินธุรกิจของบริษัทมหาชนจำกัด (public limited companies)<sup>55</sup> เป็นต้น โดยเมื่อพิจารณาถึงรูปแบบขององค์กรธุรกิจที่มีการนำหลักการของทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยการจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) แล้วสามารถพิจารณารูปแบบการจัดโครงสร้างได้ ดังนี้

### 2.4.2.1 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการจัดตั้งเป็นบริษัท

เนื่องจากบริษัทเป็นรูปแบบขององค์กรธุรกิจที่ผู้ลงทุนมีความคุ้นเคยและมีการใช้อย่างแพร่หลาย ประกอบกับข้อได้เปรียบประการหนึ่งของการจัดโครงสร้างแบบบริษัท ก็คือการจำกัดความรับผิดของผู้ถือหุ้น และความรับผิดต่อบุคคลภายนอกที่เข้าทำธุรกรรมกับกองรีท (REITs) ดังนั้น ภายใต้กฎหมายของหลายประเทศจึงได้นำหลักการของเป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) มาใช้ในการจัดตั้งกองรีท (REITs) โดยกำหนดให้นำรูปแบบการจัดการทรัพย์สินแบบทรัสต์มาใช้กับองค์กรธุรกิจที่มีอยู่ในปัจจุบัน เช่น ประเทศอังกฤษ กำหนดให้กองรีท (REITs) ที่ประสงค์จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัทหรือกลุ่มของบริษัท และประเภทญี่ปุ่นที่กำหนดให้การจัดตั้งกองรีท (REITs) นอกเหนือจะจัดตั้งในรูปแบบของ Investment Trust แล้วยังสามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัท (Corporations) ได้อีกด้วย เป็นต้น

### 2.4.2.2 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการรับรองสถานะ

ทางกฎหมายของทรัสต์ไว้โดยตรง

โดยที่การนำหลักการของเป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) มาใช้ในการจัดตั้งกองรีท (REITs) ภายใต้กฎหมายของบางประเทศนั้น

<sup>54</sup> Ibid.

<sup>55</sup> "Investment Trusts" [Online] Available from : <http://news.fool.co.uk/Your-Money/guides/Investment-Trusts.aspx> [2005 December,12].

อาจกำหนดให้มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองทรัสต์ไว้เป็นการเฉพาะ ทำให้ทรัสต์กลายเป็นองค์กรธุรกิจรูปแบบหนึ่งภายใต้กฎหมายดังกล่าว และทำให้กองรีท (REITs) ซึ่งเป็นการจัดการทรัพย์สินโดยใช้โครงสร้างแบบทรัสต์นั้น มีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วย เช่น กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา ในมลรัฐ Massachusetts ที่มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองทรัสต์ และกลายเป็นแบบอย่างของหลายมลรัฐในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองทรัสต์<sup>56</sup> รวมถึงมลรัฐ Minnesota และ Delaware ที่มีการออกกฎหมายรับรองหลักการของ Business Trusts และ Investment Trusts โดยกำหนดให้มีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วย เป็นต้น



---

<sup>56</sup> SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY, "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies."

### บทที่ 3

## สถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายต่างประเทศ

### 3.1 แนวโน้มในการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนต่างประเทศ

การศึกษาในบทที่ผ่านมา ทำให้พบว่าในต่างประเทศมีการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ทางพาณิชย์ในหลายลักษณะ และทรัสต์ในต่างประเทศก็ได้รับการพัฒนาขึ้นมาโดยลำดับตามความเหมาะสมในทางกฎหมายและความจำเป็นทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการนำทรัสต์มาใช้ในการสร้างเครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมทุนผ่านตลาดทุนในต่างประเทศในรูปแบบของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) ซึ่งจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป

อย่างไรก็ดี เนื่องจากทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) เป็นการจัดการทรัพย์สินในรูปแบบทรัสต์ ดังนั้นในการศึกษาสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายต่างประเทศจึงจำเป็นต้องศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ของประเทศต่างๆ และแม้ว่าทรัสต์นั้นจะเกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศอังกฤษ (ในศตวรรษที่ 12-13<sup>1</sup>) โดยมีพื้นฐานแนวคิดเกี่ยวกับทรัสต์ว่าทรัสต์เป็นความผูกพันที่เกิดจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์และดำรงอยู่เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) แต่เมื่อพิจารณาในเชิงโครงสร้างและสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ก็จะพบว่า ในต่างประเทศมีการนำทรัสต์มาใช้โดยมีรูปแบบการจัดการที่ต่างกันซึ่งสามารถแบ่งลักษณะการจัดการทรัสต์ที่แตกต่างกันออกได้เป็น 2 รูปแบบ คือ (1) การนำทรัสต์มาใช้โดยมีลักษณะการจัดการทรัสต์ในรูปแบบที่เป็นกองทรัสต์สิน (Pooled) ซึ่งเป็นแนวคิดของการจัดการทรัสต์สินแบบดั้งเดิมตามหลักกฎหมายทรัสต์โดยแท้ (Traditional Trust) ที่ยังคงหลักการพื้นฐานของทรัสต์ตามรูปแบบที่เกิดในประเทศอังกฤษ และ (2) การนำทรัสต์มาใช้โดยให้ทรัสต์มีสถานะเป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity) ซึ่งเป็นการยอมรับทรัสต์ให้มีลักษณะเช่นเดียวกับองค์กรธุรกิจที่มีสภาพบุคคลโดยสามารถมีสิทธิและหน้าที่ใดๆ ได้ในนามของทรัสต์เอง

ดังนั้น เนื้อหาในส่วนนี้ ผู้วิจัยจึงมีความประสงค์ที่จะทำการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ของต่างประเทศ เพื่อพิจารณารูปแบบการจัดการทรัสต์สินแบบทรัสต์ที่แต่ละประเทศนำมาใช้กับการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) โดยมีรายละเอียดการศึกษา ดังนี้

---

<sup>1</sup> AUSTIN W. SCOTT, "The Importance of the Trust.", at 177

## 3.2 ประเทศที่รับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity)

### 3.2.1 ประเทศอังกฤษ

ตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นในส่วนที่เกี่ยวกับวิวัฒนาการของทรัสต์ในต่างประเทศว่าทรัสต์มีต้นกำเนิดในประเทศอังกฤษ โดยศาลชานเซอร์รี่ (Court of Chancery) ได้นำหลักเอ็คควิตี้ (Equity) มาใช้เพื่อรองรับหลักการของทรัสต์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจศึกษากฎหมายทรัสต์ของประเทศอังกฤษ และเนื่องจากปัจจุบันหลักกฎหมายทรัสต์ของประเทศอังกฤษได้มีวิวัฒนาการและเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก ประกอบกับการรวมกลุ่มเข้าเป็นสหภาพยุโรป (European Union) หรือ EU ซึ่งมีข้อกำหนดให้ประเทศที่เข้าเป็นสมาชิกของ EU จะต้องยอมรับในหลักการและปฏิบัติตามกฎหมาย ระเบียบ มาตรการของ EU<sup>2</sup> โดยต้องยกเลิกกฎหมาย ระเบียบ มาตรการภายในประเทศที่ใช้อยู่เดิมซึ่งขัดต่อหลักการดังกล่าว

ดังนั้น การศึกษากฎหมายของประเทศอังกฤษซึ่งเป็นประเทศสมาชิกของ EU จึงต้องศึกษากฎหมายใน 3 ระดับซึ่งรวมถึงกฎหมายในระดับสหภาพยุโรป (EU Regulation) โดยเฉพาะ The Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (“ Directive 2004/39/EC”) หรือ “MiFID 1” ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกโดยรัฐสภายุโรปและคณะมนตรีแห่งสหภาพยุโรป (THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION) ซึ่งเป็นกฎหมายที่กำหนดทิศทางของกฎหมายภายในของประเทศสมาชิก (Member State) ในการให้บริการด้านการลงทุน และ DIRECTIVE 2014/65/EU<sup>3</sup> หรือ “MiFID 2” ซึ่งได้รับการยกร่างขึ้นใหม่และกำลังจะถูกนำมาใช้แทน Directive 2004/39/EC ในเดือนกรกฎาคม ปี 2016<sup>4</sup> และกฎหมายภายในของประเทศอังกฤษ (UK legislation) รวมถึงหลักเกณฑ์ภายในอื่นๆ ที่ออกโดยหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง (Regulation by FCA) ซึ่งอาจแบ่งกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ของประเทศอังกฤษ

<sup>2</sup> ศูนย์บริการวิชาการแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, “โครงการเตรียมการรองรับการเคลื่อนย้ายของแรงงานสู่การเป็นประชาคมอาเซียน,”(กรุงเทพมหานคร: ศูนย์บริการวิชาการแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).

<sup>3</sup> Official Journal of the European Union OJ L 173, 12.6.2014 [Online], Available from : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32014L0065>, [March 5, 2016]

<sup>4</sup> DIRECTIVE 2014/65/EU “Whereas: (1) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council has been substantially amended several times. Since further amendments are to be made, it should be recast in the interests of clarity”

โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ได้ดังนี้

### 3.2.1.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศอังกฤษ

#### (1) The Markets in Financial Instruments Directive (“Directive”)

Directive 2004/39/EC<sup>5</sup> มีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 30 เมษายน 2547 โดยเป็นกฎหมาย (ACT) ในระดับ European Union Law ที่ออกโดยรัฐสภายุโรป (European Parliament) เพื่อใช้ในการกำหนดทิศทางสำหรับตลาดตราสารทางการเงิน (Markets in financial instruments) ในกลุ่มประเทศที่เป็นสมาชิก EU และถูกแก้ไขครั้งสุดท้ายโดย Directive 2014/65/EU<sup>6</sup> ซึ่งมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 3 กรกฎาคม 2559<sup>7</sup>

The Markets in Financial Instruments Directive (“Directive”) เป็นกฎหมายในระดับสหภาพซึ่งใช้บังคับกับประเทศที่เป็นสมาชิกของ EU รวมถึงประเทศอังกฤษ ดังนั้น โดยผลของ Directive ดังกล่าว จึงทำให้กิจการที่ประกอบธุรกิจด้าน financial services ในประเทศอังกฤษและมีการออกตราสารทางการเงิน (financial instruments) เช่น หุ้น (shares) พันธบัตร (bonds) หน่วยลงทุนของโครงการจัดการลงทุน (units in collective investment schemes) เป็นต้น จะต้องปฏิบัติตามบทบัญญัติของ Directive ดังกล่าวด้วย

#### (2) Financial Services and Markets Act 2000

Financial Services and Markets Act 2000 หรือ “FSMA 2000” เป็นกฎหมายที่วางหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจประเภท financial services ไม่ว่าจะก่อตั้งขึ้นในรูปแบบใด โดยกำหนดให้มีหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการประกอบธุรกิจ ดังกล่าว รวมถึงการกำหนดแนวทางและการออกหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้บังคับกับกิจการ financial services ที่อยู่ภายใต้ FSMA 2000 เรียกว่า Financial Services Authority (“FSA”)

<sup>5</sup> Official Journal of the European Union OJ L 145, 30.4.2004 [Online], Available from : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32004L0039> , [March 5, 2016]

<sup>6</sup> EUR-Lex, "Summaries of Eu Legislation," ed. EUR-Lex(EUR-Lex ).

<sup>7</sup> Deadline for transposition in the Member States on July 3, 2016

ซึ่งต่อมาได้มีการแบ่งแยกหน้าที่ในการกำกับดูแลออกเป็น 2 หน่วยงาน คือ The Prudential Regulation Authority (“PRA”) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของ Bank of England ทำหน้าที่ในการกำกับดูแลกิจการธนาคาร สถาบันการเงิน และการประกอบธุรกิจด้านการเงินในสหราชอาณาจักร<sup>8</sup> และ The Financial Conduct Authority (“FCA”) ซึ่งเปรียบเสมือน financial conduct regulator ทำหน้าที่กำกับดูแลธุรกิจประเภท financial services โดยมีขอบเขตความรับผิดชอบเช่นเดียวกับ FSA<sup>9</sup> ซึ่งรวมถึงอำนาจในการกำกับดูแลโครงการจัดการลงทุนประเภท Collective Investment Schemes โดยจะมีการออก Regulation Guideline ที่เรียกว่า The Collective Investment Scheme Regulation หรือ COLLG เพื่อใช้บังคับกับ Collective Investment Schemes ด้วย (ทั้งนี้ รายละเอียดประเภทกิจการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FCA ปรากฏตามภาคผนวก ตาราง 3 กิจการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FCA และรายละเอียดการกำกับดูแล<sup>10</sup>)

ภายใต้กฎหมาย FSMA 2000 ได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับ Collective Investment Schemes ใน Part XVII ซึ่งรวมถึงโครงการจัดการลงทุนที่มีการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ (Unit Trust Schemes)<sup>11</sup> โดยกำหนดให้ผู้จัดการโครงการและทรัสต์หรือบุคคลที่ถูกเสนอชื่อให้ทำหน้าที่ดังกล่าวและมีความประสงค์จะจัดตั้ง Unit Trust Schemes จะต้องขออนุญาตจาก FCA<sup>12</sup> ก่อนมีการเสนอขายหน่วยทรัสต์เป็นการทั่วไป<sup>13</sup> โดย FCA จะพิจารณาว่า Unit Trust Schemes นั้นได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน FSMA 2000 และ Trust scheme rules<sup>14</sup> หรือไม่ก่อนที่จะพิจารณาอนุญาต และเมื่อโครงการดังกล่าวได้รับอนุญาตให้จัดตั้งจาก FCA แล้วจะเรียกว่า Authorised Unit Trust Schemes

การอนุญาตให้มีการจัดตั้ง Collective Investment Schemes ที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FCA ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน FSMA 2000 นั้น จะพิจารณาจากลักษณะของโครงการจัดการลงทุนดังกล่าวซึ่งจะต้องมีลักษณะดังนี้

<sup>8</sup> The Financial Conduct Authority (FSA), "The Fsa Has Now Become Two Separate Regulatory Authorities,"(FSA website: FSA, 2014).

<sup>9</sup> Section 1A of Financial Services Act 2012

<sup>10</sup> ALLEN&OVERY, "The Financial Conduct Authority – an Overview,"(ALLEN&OVERY).

<sup>11</sup> Section 237 of FSMA 2000 provides that “ “unit trust scheme” means a collective investment scheme under which the property is held on trust for the participants.”

<sup>12</sup> Section 242 of FSMA 2000

<sup>13</sup> Section 238 of FSMA 2000

<sup>14</sup> Section 247 of FSMA 2000

(1) เป็นโครงการจัดการลงทุนที่ตั้งขึ้นในรูปแบบของ 1) Authorised unit trust scheme (“AUT”) หรือ 2) Investment company with variable capital (“ICVC”) ซึ่งมีลักษณะเป็น Open-Ended Investment Companies<sup>15</sup> (OEIC) ที่จัดตั้งขึ้นในสหราชอาณาจักร และจะต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

(1.1) เป็นโครงการจัดการลงทุนในประเทศอื่นที่อยู่ใน European Economic Area (“EEA State”) โดยจัดตั้งขึ้นภายใต้ UCITS Directive และได้รับอนุญาตจาก FCA ให้เข้ามาดำเนินธุรกิจในสหราชอาณาจักร เรียกว่า UCITS scheme<sup>16</sup> หรือ

(1.2) เป็นโครงการจัดการลงทุนที่ได้รับการรับรอง (qualified investor scheme) หรือ

(1.3) กรณีอื่นๆ นอกจาก (1.1) และ (1.2) ซึ่งเรียกว่า non-UCITS retail scheme และ

(2) โครงการจัดการลงทุนดังกล่าวจะต้องได้รับอนุญาตจาก FCA ให้ดำเนินธุรกิจนอกสหราชอาณาจักรภายใต้หลักเกณฑ์ดังนี้

(2.1) เป็นโครงการจัดการลงทุนในประเทศอื่นที่อยู่ใน EEA State (Schemes constituted in other EEA States) ตาม Section 264 ของ FSMA 2000 หรือ

(2.2) เป็นโครงการจัดการลงทุนที่ได้จัดตั้งขึ้นและมีการดำเนินการภายใต้กฎหมายท้องถิ่นหรือประเทศที่อยู่รอบบริเวณของสหราชอาณาจักร (Schemes authorised in designated countries or territories) ตาม Section 270 ของ FSMA 2000 หรือ

<sup>15</sup> Section 262 of FSMA 2000

<sup>16</sup> Official Journal of the European Union 23/203L, 17.11.2009 (The UCITS Directive 2009/65/EC) [Online], Available from : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:32009L0065>, [March 19, 2016]. Article 4 provides that “A UCITS scheme is deemed to be established in the United Kingdom, irrespective of whether it has been established under the laws of England and Wales, Scotland or Northern Ireland.”



(2.3) เป็นโครงการจัดการลงทุนที่เป็น Individually recognised overseas schemes ตาม Section 272 ของ FSMA 2000

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าโครงสร้างของโครงการจัดการลงทุน (Collective Investment Schemes) ภายใต้ FSMA นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ลักษณะใหญ่คือ

- (1) Unit Trust Schemes
- (2) Investment company variable capital (ICVC) ซึ่งมีลักษณะเป็น Open – ended Investment Company (OEIC) และอยู่ภายใต้ OEIC Regulation

แต่เนื่องจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ มุ่งเน้นที่การศึกษาลักษณะของการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการจัดโครงสร้างสำหรับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ซึ่งเป็น Collective Investment Schemes ที่มีการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ (Unit Trust) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงขอจำกัดขอบเขตการศึกษาเฉพาะกรณีของ Unit Trust Schemes ภายใต้ FSMA 2000 เท่านั้น

ทั้งนี้ แม้จะผ่านหลักเกณฑ์ในการพิจารณาของ FCA ว่า Unit Trust Schemes จะต้องลักษณะตามที่กำหนดข้างต้นแล้ว Unit Trust Schemes ที่ได้รับอนุญาตจาก FCA จะต้องปฏิบัติตาม Trust scheme rules ด้วย โดย Section 247 ของ FSMA 2000 ได้กำหนดให้ FCA สามารถออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ Trust scheme rules ได้ดังนี้

- (1) หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการก่อตั้ง การบริหารจัดการ และการดำเนินธุรกิจของ Authorised unit trust schemes (“AUT”)
- (2) อำนาจ หน้าที่ สิทธิและความรับผิดชอบของผู้จัดการโครงการและทรัสต์ของโครงการจัดการลงทุนแต่ละประเภท
- (3) สิทธิและหน้าที่ของผู้เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุน (participants) และ
- (4) การสิ้นสุด (winding up) โครงการจัดการลงทุน

รวมถึงการวางหลักเกณฑ์ใน Trust scheme rules โดยอาจกำหนดบทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับเรื่องดังต่อไปนี้ไว้เป็นการเฉพาะ ได้แก่

- (1) การออกหน่วยลงทุนของโครงการ (units under the scheme) การไถ่ถอน หรือการซื้อคืนหน่วยลงทุนดังกล่าว
- (2) รายละเอียดค่าใช้จ่ายของโครงการ และวิธีการเรียกประชุมผู้ถือหน่วยลงทุนของโครงการจัดการลงทุน
- (3) การแต่งตั้งและถอดถอนผู้สอบบัญชี อำนาจและหน้าที่ของผู้สอบบัญชีของโครงการจัดการลงทุน
- (4) ข้อจำกัดหรือหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการลงทุนและการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในการบริการจัดการโครงการจัดการลงทุน
- (5) การบันทึกรายการธุรกรรมและรายการสถานะทางการเงิน (financial position) ของโครงการจัดการลงทุน และการตรวจสอบการบันทึกรายการดังกล่าว
- (6) การจัดทำรายงานเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุน เพื่อนำส่งให้แก่ FCA และผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุน (participants) ตามระยะเวลาที่ FCA กำหนด
- (7) รายละเอียดอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เมื่อมีการแก้ไขโครงการจัดการลงทุน

นอกจากนี้ Section 247 (3) ของ FSMA 2000 ยังกำหนดให้ Trust scheme rules อาจกำหนดให้นำหลักเกณฑ์บางส่วนของ Trust scheme rules มาบรรจุเป็นส่วนหนึ่งของเนื้อหาที่ปรากฏในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) อีกด้วย แม้ว่า trust scheme rules จะมีผลผูกพันผู้จัดการโครงการ ทรัสต์ และผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนนอกเหนือจากรายการที่ระบุในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) ก็ตาม โดยผู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนสามารถอ้างบทบัญญัติใน Trust scheme rules ได้เมื่อปรากฏว่ารายละเอียดบางส่วนที่กำหนดในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) อาจกระทบกับสิทธิหรือหน้าที่ของตน<sup>17</sup>

### 3.2.1.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศอังกฤษ

ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่าแนวคิดของการเกิดทรัสต์ตามกฎหมายอังกฤษนั้นเกิดขึ้นจากคำพิพากษาของศาล (Jude made law) ซึ่งเป็นหลักการพื้นฐานของประเทศที่ใช้กฎหมายในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ใดๆก็ตาม เมื่อทรัสต์ถูกนำมาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการ

<sup>17</sup> Section 247 (4) of FSMA 2000

ทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial) มากขึ้น โดยเฉพาะการนำหลักการของทรัสต์มาใช้เพื่อสร้างเครื่องมือทางการเงินและการลงทุน (Investment) ทำให้หลักกฎหมายทรัสต์ (Trusts Law) ซึ่งเป็นหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) แบบดั้งเดิมได้ถูกพัฒนาไปควบคู่กับหลักเสรีภาพในการทำสัญญา (freedom to contracts) เพื่อให้เกิดความแน่นอนในการก่อตั้งทรัสต์ และนำมาสู่การกำหนดหลักเกณฑ์ขึ้นใหม่เพื่อใช้เฉพาะกับทรัสต์ที่ถูกนำมาใช้ประโยชน์ในเชิงพาณิชย์

อย่างไรก็ดี แม้จะมีการกำหนดหลักเกณฑ์ขึ้นใหม่เพื่อใช้กับทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) และทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trust) แต่จากการศึกษาพบว่าประเทศอังกฤษยังไม่มีกฎหมายที่รองรับสถานะของทรัสต์ให้เป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมายอย่างชัดเจน เนื่องจากทรัสต์ของประเทศอังกฤษยังคงมีการใช้อย่างแพร่หลาย ทั้งในระดับ Private sector ที่เป็นการก่อตั้งทรัสต์โดยเอกชน ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อการบริหารจัดการทรัพย์สินของผู้ก่อตั้งทรัสต์ซึ่งมีลักษณะการจัดการทรัสต์ในรูปแบบที่เป็นกองทรัพย์สิน (Pooled) ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของการเกิดทรัสต์แบบดั้งเดิมและการใช้ทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Sector) ซึ่งเป็นการนำโครงสร้างและลักษณะการจัดการทรัพย์สินของทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการระดมเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในลักษณะที่เป็น Collective Investment Scheme โดยจะมีการออกตราสารที่เรียกว่า Unit Trusts ให้แก่ผู้รับประโยชน์เพื่อแสดงถึงสิทธิในการได้รับประโยชน์จากการบริหารจัดการ Collective Investment Scheme ดังกล่าว

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงลักษณะของการจัดการทรัพย์สินเพื่อการลงทุนที่มีการใช้อย่างแพร่หลายในประเทศอังกฤษ ก็พบว่ามีการจัดโครงสร้างที่หลากหลาย โดยอาจกล่าวถึงรูปแบบการจัดโครงสร้างเฉพาะที่อาศัยหลักการของทรัสต์ในการจัดการทรัพย์สินเพื่อการลงทุนได้ ดังนี้<sup>18</sup>

#### (1) UK unauthorised unit trusts

มีลักษณะเป็นการจัดการทรัพย์สินเพื่อการลงทุนซึ่งก่อตั้งขึ้นโดยตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) โดยจะมีผู้จัดการของ unauthorised unit trusts ซึ่งอยู่ภายใต้กฎหมาย The Alternative Investment Fund Managers Regulations และเป็นผู้รับผิดชอบในการบริหารจัดการโครงการภายใต้การกำกับดูแลของทรัสต์ซึ่งเป็นผู้ถือกรรมสิทธิในทรัพย์สินของ

<sup>18</sup> Field Fisher Waterhouse LLP, "Pooled Property Funds for Investment in UK Property,"(Field Fisher Waterhouse LLP 2014 ).

โครงการภายใต้ Alternative Investment Fund Managers Directives (AIFMD) โดยลักษณะของการจัดการทรัพย์สินประเภทนี้มักนำมาใช้เพื่อการจัดโครงสร้างการลงทุนในทรัพย์สินที่เรียกว่า unregulated collective investment scheme (UCIS)

## (2) Jersey Property Unit Trust (JPUT)

JPUT เป็นรูปแบบของการจัดการทรัพย์สินเพื่อการลงทุน ซึ่งพัฒนามาจากข้อจำกัดต่างๆ ของห้างหุ้นส่วนจำกัดที่เกี่ยวกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (โดยเฉพาะข้อจำกัดที่เกี่ยวข้องกับภาษี) ทำให้ห้างหุ้นส่วนจำกัด (limited partnership property funds) จำนวนมากเปลี่ยนลักษณะการจัดโครงสร้างโดยหันมาใช้รูปแบบการจัดโครงสร้างของ JPUT และทำให้ JPUT ได้รับความนิยมอย่างมากในประเทศอังกฤษ อย่างไรก็ตาม JPUT มีลักษณะที่แตกต่างจากบริษัท (company) เนื่องจาก JPUT ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล โดยทรัพย์สินของ JPUT จะถูกถือกรรมสิทธิ์โดยทรัสต์ และทรัสต์จะเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของ JPUT แทนผู้ถือหุ้น (unitholders) ซึ่งจะคล้ายกับผู้ถือหุ้นของบริษัท<sup>19</sup>

## (3) UK Authorised property unit trusts, and Property Authorised Investment Funds (PAIFs)

เป็นรูปแบบของการจัดการทรัพย์สินเพื่อการลงทุนที่เกิดขึ้นในปี 2001 โดยที่การจัดการทรัพย์สินที่เป็น Collective Investment Scheme นั้นสามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Unit trusts หรือ Investment Company Variable Capitals (ICVCs) ซึ่งมีลักษณะเป็น Open-Ended Investment Companies (OEIC) โดยมีผู้จัดการโครงการ (manager) และผู้เก็บรักษาทรัพย์สิน (Depositary) เป็นผู้ดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินของโครงการภายใต้หลักเกณฑ์ที่กำหนดใน FCA's COLL และ FUND Sourcebooks

## (4) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

การนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) ในประเทศอังกฤษ หรืออาจเรียกสั้นๆ ว่า UK-REITs นั้น

<sup>19</sup> Mourant Ozannes, "A Guide to Jputs (Jersey Property Unit Trusts),"(JUNE 2015).

เกิดขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการพัฒนาการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในประเทศอังกฤษ โดยการจัดตั้ง UK-REITs นั้น จะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัทที่เป็น closed ended company และจะต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ โดยมีการประกอบธุรกิจหลักจากการนำทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ของ UK-REITs ออกให้เช่า (managing rental property) และนำรายได้จากการบริหารกิจการของ UK-REITs มาจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล

### 3.2.1.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

เนื่องจาก UK-REITs นั้น เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากความต้องการของรัฐบาลของประเทศอังกฤษที่ต้องการพัฒนาตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ โดยเห็นว่าการนำ Real Estate Investment Trusts มาใช้จะสามารถช่วยพัฒนาการลงทุนในตลาดอสังหาริมทรัพย์ และเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถเข้ามาลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว รวมถึงแก้ไขปัญหาและอุปสรรคของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศได้ จึงได้มีการกำหนดหลักการเกี่ยวกับการจัดตั้งรีท (REITs) ขึ้นเป็นครั้งแรกใน The Financial Act 2006<sup>20</sup> ซึ่งเป็นกฎหมายที่วางหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดเก็บภาษี การกำหนดอัตราภาษีอากร และการผ่อนคลายทางภาษีที่เรียกเก็บในสหราชอาณาจักร ซึ่งจะมีการออกกฎหมายดังกล่าวเพื่อกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดเก็บภาษีเป็นรายปี โดยหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้ง UK-REITs ได้ถูกกำหนดอยู่ใน PART 4 CHAPTER 25 ของ The Financial Act 2006 และได้ถูกแก้ไขเพิ่มเติมในหลักการสำคัญโดย The Corporation Tax Act 2010 และ The Financial Act 2012

โดยเมื่อศึกษาถึงแนวคิดในการกำหนดลักษณะและโครงสร้างของ REITs ภายใต้กฎหมายของประเทศอังกฤษที่ปรากฏในเอกสารสรุปการรับฟังความเห็น (discussion paper)<sup>21</sup> ที่ออกโดยหน่วยงาน HM Treasury and Inland Revenue ของประเทศอังกฤษ ซึ่งเผยแพร่ในเดือนมีนาคมปี 2005 พบว่าการกำหนดรูปแบบองค์กรธุรกิจที่เหมาะสมเพื่อนำมาใช้กับ UK-REITs นั้นควรจะต้องเป็นองค์กรธุรกิจที่มีความยืดหยุ่น และมีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจในตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยได้มีการรับฟังความเห็นจากกลุ่มบุคคลที่อยู่ในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

<sup>20</sup> Section 103 (3) of The Financial Act 2006 “A company or group to which this Part applies may be referred to as a Real Estate Investment Trust.”

<sup>21</sup> *Uk Real Estate Investment Trusts: A Discussion Paper, 2005.*

ธุรกิจการเงิน และกลุ่มธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง<sup>22</sup> ซึ่งเมื่อพิจารณาจากนโยบายของรัฐบาลอังกฤษ ที่ต้องการสนับสนุนและพัฒนาตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศอังกฤษ ประกอบกับปัญหาของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศอังกฤษ พบว่าบริษัทส่วนใหญ่มักประสบปัญหา อันเนื่องมาจาก (1) การที่บริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไม่สามารถหาจำนวนส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมและอาจทำให้ต้องพึ่งพาเงินกู้จากตลาดซึ่งอาจกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัท และ (2) ปัญหาการจัดเก็บภาษีที่สูงมากในกลุ่มผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ซึ่งนำมาสู่ข้อจำกัดในการบริหารจัดการทรัพย์สินดังกล่าว<sup>23</sup>

ดังนั้น ภายใต้การรับฟังความคิดเห็นจากผู้เกี่ยวข้องตามที่กล่าวมาข้างต้น จึงนำมาสู่การยอมรับหลักการของ REITs โดยการกำหนดให้ UK-REITs มีการจัดโครงสร้างเป็นองค์กรแบบปิด (closed-ended structure)<sup>24</sup> ในรูปของบริษัท (closed-ended company)<sup>25</sup> เพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะของการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในประเทศอังกฤษ และเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเพิ่มหรือลดขนาดการลงทุนได้โดยการซื้อหรือขายหุ้น ด้วยราคาที่สะท้อนกับความต้องการและการเติบโตของตลาดอสังหาริมทรัพย์ และเพื่อตอบสนองต่อความต้องการของผู้ลงทุนรายย่อยที่ต้องการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ จึงเห็นควรกำหนดให้ UK-REITs จัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้หลักทรัพย์ที่ออกโดย UK-REITs มีสภาพคล่องและสามารถทำการซื้อขาย จำหน่ายจ่ายโอน หรือเปลี่ยนมือในระหว่างผู้ลงทุนได้<sup>26</sup>

ทั้งนี้ กฎหมาย The Financial Act 2006 ซึ่งได้ถูกแก้ไขเพิ่มเติมในหลักการสำคัญโดย The Corporation Tax Act 2010 และ The Financial Act 2012 ได้วางหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการจัดตั้ง UK-REITs เพื่อการประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ (property rental business)<sup>27</sup> โดยกำหนดให้บริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และประสงค์ที่จะได้รับสิทธิ

<sup>22</sup> การรับฟังความคิดเห็นจากบุคคลที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย กลุ่มบุคคลที่อยู่ในภาคธุรกิจ Property companies, funds, trusts and industry practitioners จำนวน 43% กลุ่ม Financial institutions, legal and accountancy advisers จำนวน 26 % Representative bodies and business associations จำนวน 13% กลุ่ม Individuals writing in a private capacity จำนวน 10% และกลุ่ม Independent organisations, groups and academics จำนวน 8%

<sup>23</sup> *Uk Real Estate Investment Trusts: A Discussion Paper.*, at 5

<sup>24</sup> *Ibid.*, at 19

<sup>25</sup> *Ibid.*, at 7

<sup>26</sup> *Ibid.*, at 19

<sup>27</sup> Sections 519 of The Corporation Tax Act 2010 และ Sections 104 of The Financial Act 2006 “Property rental business (1) In this Part “property rental business” means business that is or forms part of (a) a Schedule A business (within the meaning of section 832(1) of ICTA), or (b) an overseas property business (within the meaning of section 70A(4) of ICTA). And, (2) But— (a) business of a kind listed in Part 1 of Schedule 16 is not property rental business,

ประโยชน์ทางภาษีจะได้รับยกเว้น corporation tax<sup>28</sup> (ทำให้ความรับผิดทางภาษีจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีการจ่ายสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ลงทุนภายใต้หลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด<sup>29</sup>) หากมีลักษณะที่เข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้<sup>30</sup>

(1) เป็นบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company)<sup>31</sup> ที่ตั้งอยู่ในสหราชอาณาจักร (United Kingdom) และไม่มีสถานประกอบการตั้งอยู่ในประเทศอื่น

กรณีทีไรท์ (REITs) เป็นกลุ่มของบริษัท (Group of Company) จะพิจารณาจากคุณสมบัติของบริษัทแม่ (Parent Company) เป็นหลักและบริษัทแม่สามารถประกอบธุรกิจนอกสหราชอาณาจักรได้

(2) ต้องไม่ใช่บริษัทที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบ Open-ended investment companies (OEIC) ภายใต้ Section 236 ของ FSMA 2000

(3) บริษัทดังกล่าวต้องมีหุ้นสามัญจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์อังกฤษ (London Stock Exchange: LSE) รวมถึง Alternative Investment Market (AIM)<sup>32</sup> หรือตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการยอมรับ (recognised stock exchange) โดยหน่วยงานที่มีหน้าที่รับผิดชอบดูแลเกี่ยวกับการจัดเก็บภาษี (UK tax authorities) หรือ HMRC<sup>33</sup>

(4) ต้องไม่มีลักษณะเป็น close company หรือเป็น close company เฉพาะกรณีที่มีผู้ลงทุนสถาบัน (Institutional investor)<sup>34</sup> ที่เป็น collective investment scheme ภายใต้ Sections 235 ของ FSMA 2000 เป็นผู้มีส่วนร่วมใน ส่วนแบ่งกำไร

---

*and (b) business is not property rental business if or in so far as it gives rise to income or profits of a kind listed in Part 2 of that Schedule.”*

<sup>28</sup> Sections 119 and 124 of The Financial Act 2006

<sup>29</sup> Sections 518 (1)(b) of The Corporation Tax Act 2010

<sup>30</sup> Sections 528 of The Corporation Tax Act 2010 และแก้ไขเพิ่มเติมโดย The Financial Act 2012

<sup>31</sup> บริษัทแม่ (Group of Company) ของกองรีท (REITs) จะต้องถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของบริษัทในเครือบริษัทหนึ่ง โดยในกรณีที่มีบริษัทในเครือมีบริษัทย่อย บริษัทในเครือจะต้องถือหุ้นในบริษัทย่อยไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 และเมื่อนับรวมหุ้นของบริษัทในเครือทั้งหมดจะต้องมีบริษัทแม่เป็นผู้ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 50 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทในกลุ่ม

<sup>32</sup> Alternative Investment Market (AIM) เป็นส่วนหนึ่งของ London Stock Exchange ที่ตั้งขึ้นเพื่อสนับสนุนบริษัทที่ยังมีขนาดเล็กและมีศักยภาพในการเติบโตเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนใน AIM เพื่อสร้างช่องทางการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทในช่วงเริ่มต้นกิจการ (early stage) หรือบริษัทที่เป็น venture capital เป็นต้น (ที่มา : <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/for-companies/companies.htm> )

<sup>33</sup> The Finance Act 2012

<sup>34</sup> The Finance Act 2012

หรือรายได้ของบริษัท (participator)<sup>35</sup> ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน Sections 528 (4) และ (5) ของ The Corporation Tax Act 2010

(5) บริษัทจะต้องมีการออกหุ้นสามัญให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือหุ้นบุริมสิทธิ ที่ถูกจำกัดการออกเสียง<sup>36</sup> โดยการออกหุ้นสามัญของบริษัทจะต้องออกได้เพียงประเภทเดียวเท่านั้น

(6) ในกรณีที่บริษัทมีหนี้ต่อเจ้าหนี้ เจ้าหนี้ของบริษัทจะมีสิทธิได้รับชำระหนี้เพียงเท่าจำนวนที่ให้ยืม หรือตามจำนวนที่เหมาะสมเมื่อถึงกำหนดเวลาที่มีการชำระเงินคืนแก่เจ้าหนี้ โดยเจ้าหนี้ของบริษัทจะไม่มีสิทธิได้รับประโยชน์ที่ได้จากกิจการหรือทรัพย์สินของบริษัท ทั้งนี้ การชำระเงินคืนแก่เจ้าหนี้จะต้องไม่ปรากฏว่าสัญญากู้ยืมเงินได้กำหนดให้เงินที่เจ้าหนี้จะได้รับชำระหนี้ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัท ดังนี้ จะเห็นว่าเพื่อให้กองรีท (REITs) ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีภายใต้กฎหมายดังกล่าว รีท (REITs) นั้นจะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company) และจะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วย โดยข้อมูล ณ วันที่ 18 มีนาคม 2559 พบว่ามีกองรีท (REITs) ในประเทศอังกฤษ หรือ UK- REITs จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประมาณ 30 บริษัท คิดเป็นมูลค่าของหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) รวมที่ประมาณ 33 พันล้านปอนด์<sup>37</sup> และมีแนวโน้มที่จะเติบโตมากขึ้นเนื่องจาก UK- REITs ไม่มีข้อจำกัดการลงทุนในทรัพย์สินที่อยู่ต่างประเทศ โดยสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่นอกสหราชอาณาจักรได้ อีกทั้งบริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (Properties Company) ส่วนใหญ่ต่างก็เปลี่ยนแปลงลักษณะการประกอบธุรกิจ

<sup>35</sup> Sections 454 of The Corporation Tax Act 2010 ““Participator” (1) For the purposes of this Part, “participator”, in relation to a company, means a person having a share or interest in the capital or income of the company. (2) In particular, “participator” includes— (a) a person who possesses, or is entitled to acquire, share capital or voting rights in the company, (b) a loan creditor of the company, (c) a person who possesses a right to receive or participate in distributions of the company or any amounts payable by the company (in cash or in kind) to loan creditors by way of premium on redemption, (d) a person who is entitled to acquire such a right as is mentioned in paragraph (c), and (e) a person who is entitled to secure that income or assets (whether present or future) of the company will be applied directly or indirectly for the person's benefit. (3) For the purposes of subsection (2), a person is treated as entitled to do anything which the person— (a) is entitled to do at a future date, or (b) will at a future date be entitled to do. (4) In subsection (2) “distribution” is to be construed without regard to section 1000(2) (extended definition of distribution for close companies). (5) See also section 519(2) of CTA 2009 (investment bond arrangements to be ignored in the application of subsection (2)(e)). (6) This section does not affect any provision of this Part requiring a participator in one company to be treated as being also a participator in another company.”

<sup>36</sup> Sections 528 (6) และ (7) ของ The Corporation Tax Act 2010

<sup>37</sup> Sapphire Capital Partners LLP, "Uk Real Estate Investment Trusts 101- What You Need to Know," (Sapphire Capital Partners LLP, ).



เพื่อให้มีโครงสร้างเป็นรีท (REITs) โดยข้อมูลจาก The British Property Federation (BPF) ซึ่งเป็นสมาคมของผู้ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศอังกฤษพบว่า กว่าร้อยละ 80<sup>38</sup> ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ (Listed Properties Company) ต่างก็มีการเปลี่ยนลักษณะการประกอบธุรกิจ (convert) เป็นรีท (REITs)<sup>39</sup> เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีตามกฎหมาย

นอกจากบริษัทหรือกลุ่มของบริษัทที่จัดตั้งเป็น UK-REITs จะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขของกฎหมายข้างต้นเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีแล้ว ในกรณีที่บริษัทหรือกลุ่มของบริษัทดังกล่าวประสงค์จะประกอบกิจการหรือมีการดำเนินธุรกิจนอกสหราชอาณาจักร โดยเฉพาะประเทศอื่นๆ ที่อยู่ใน European Economic Area (EEA State) ก็จะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน FSMA 2000 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ออกภายใต้หลักการของ EU Directive ต่างๆ ที่กำหนดโดยรัฐสภายุโรป โดยเฉพาะการขออนุญาตจัดตั้ง Collective Investment Schemes ประเภท Authorised unit trusts schemes จาก FCA และยังคงอยู่ภายใต้ Alternative Investment Fund Managers Directives (AIFMD) หรือ DIRECTIVE 2011/61/EU<sup>40</sup> ซึ่งเป็นกฎหมายในระดับสหภาพยุโรป โดยกำหนดให้ UK-REITs จะต้องมอบหมายให้ผู้จัดการโครงการ (Alternative investment fund manager) ภายใต้ DIRECTIVE ดังกล่าวเป็นผู้บริหารจัดการทรัพย์สินของ UK-REITs<sup>41</sup> และจะต้องทำให้แน่ใจว่าทรัพย์สินของ UK-REITs จะได้รับการเก็บรักษาโดยผู้เก็บรักษาทรัพย์สิน (depository) ที่เป็นอิสระจากผู้จัดการโครงการเพื่อทำหน้าที่ดูแลการบริหารจัดการทรัพย์สินในกองรีทของผู้จัดการโครงการและปกป้องทรัพย์สินของกองรีทตามความเหมาะสมภายใต้หลักเกณฑ์ที่กำหนด

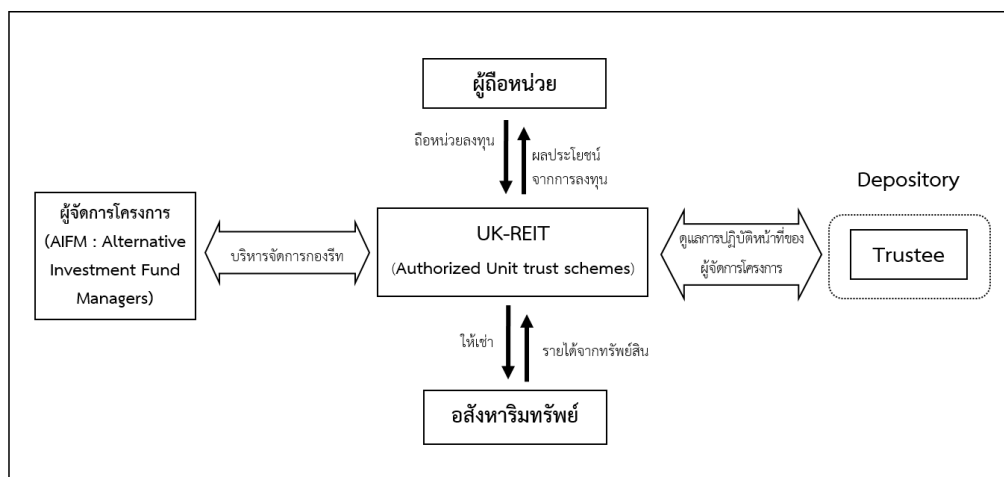
ทั้งนี้ ในกรณีที่บริษัทหรือกลุ่มของบริษัทที่เป็น UK-REITs มีการขออนุญาตจัดตั้ง Collective Investment Scheme ที่เป็น Authorised unit trust schemes (“AUT”) ซึ่งอยู่ภายใต้ FSMA 2000 แล้ว จะมีลักษณะการจัดโครงสร้าง ปรากฏตามภาพด้านล่าง

<sup>38</sup> พิจารณาจากมูลค่า (value) ของหลักทรัพย์ตามราคาที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (market capitalisation)

<sup>39</sup> The British Property Federation, "Reits and Property Companies,"(The British Property Federation).

<sup>40</sup> Official Journal of the European Union OJ L 174, 1.7.2011 [Online], Available from : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:02011L0061-20140702>, [April 23, 2016]

<sup>41</sup> Field Fisher Waterhouse LLP, "Pooled Property Funds for Investment in Uk Property."



ภาพที่ 2 การจัดโครงสร้าง UK-REIT ภายใต้การกำกับดูแลของ FSMA 2000

### 3.2.1.4 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs)

กองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของประเทศอังกฤษจะต้องดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ (Property rental business)<sup>42</sup> เป็นหลัก และจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขบางประการเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี เช่น กองรีท (REITs) จะต้องมีการจ่ายสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรีท ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของรายได้ที่กองรีท (REITs) ได้รับจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ (rental income) ในปีภาษีนั้นๆ<sup>43</sup> และจะต้องปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด ดังนี้

(1) ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อย่างน้อยร้อยละ 75 ของทรัพย์สินทั้งหมด จะต้องถูกนำมาหาประโยชน์ในทางธุรกิจโดยการนำออกให้เช่า และรายได้ (profits) ของกองรีท (REITs) อย่างน้อยร้อยละ 75 จะต้องมาจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว<sup>44</sup>

(2) ทรัพย์สินบางส่วนของกองรีท (REITs) อาจนำมาใช้เพื่อหาประโยชน์ในทางธุรกิจอย่างอื่นได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของทรัพย์สินทั้งหมด และจะต้องสามารถสร้างรายได้ให้แก่กองรีท (REITs) ได้มากกว่าร้อยละ 25 โดยจะพิจารณาจากรายการที่ปรากฏในงบการเงิน

<sup>42</sup> Sections 519 of The Corporation Tax Act 2010 ““Property rental business” (1) In this Part “property rental business” means— (a) UK property business (within the meaning given by section 205 of CTA 2009), and (b) overseas property business (within the meaning given by section 206 of that Act).”

<sup>43</sup> Sections 530 of The Corporation Tax Act 2010

<sup>44</sup> Sections 531 of The Corporation Tax Act 2010

ของกองรีท (REITs) และกองรีท (REITs) จะต้องจัดทำงบการเงินตามมาตรฐานของ IFRS (International Financial Reporting Standards)

(3) เฉพาะรายได้ (profits) จากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ในสหราชอาณาจักรเท่านั้นที่จะได้รับยกเว้นภาษี

(4) กองรีท (REITs) จะต้องถืออสังหาริมทรัพย์ไม่น้อยกว่า 3 ชนิด และต้องไม่ปรากฏว่ากองรีท (REITs) ได้ใช้อสังหาริมทรัพย์ใดในการสร้างรายได้เกินกว่าร้อยละ 40 ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs)<sup>45</sup>

(5) ภายใต้การได้รับอนุญาต รีท (REITs) สามารถพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนโดยอาจนำอสังหาริมทรัพย์นั้นมารวมกับอสังหาริมทรัพย์อื่นที่กองรีท (REITs) นำออกให้เช่าได้ แต่งบประมาณที่ใช้ในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้นจะต้องไม่เกินร้อยละ 30 ของค่าใช้จ่ายที่กองรีท (REITs) จะต้องใช้ในการซื้อหรือพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว (หรือไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์นั้น) และจะต้องมีการจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์นั้นออกไปภายใน 3 ปีนับแต่วันที่กองรีท (REITs) พัฒนาอสังหาริมทรัพย์แล้วเสร็จ

(6) กองรีท (REITs) สามารถซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ได้ แต่จะไม่ได้รับยกเว้นภาษีจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว และอสังหาริมทรัพย์นั้นจะต้องเป็นทรัพย์สินอื่นที่กองรีท (REITs) ไม่ได้นำออกให้เช่าเพื่อหาประโยชน์ในทางธุรกิจ

นอกจากนี้ การให้กู้ยืมใดๆ แก่กองรีท (REITs) จะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขปกติทางการค้าทั่วไป โดยจะต้องไม่กำหนดอัตราดอกเบี้ยในลักษณะที่อ้างอิงกับผลประกอบการของกองรีท (REITs) และในกรณีที่กองรีท (REITs) มีลักษณะเป็น CIS ประเภท AUT ที่เป็น UCIT การเข้าทำธุรกรรมใดๆ ของกองรีท (REITs) โดยเฉพาะการกู้ยืมเงินจะต้องอยู่ภายใต้ UCITS Directive ด้วย<sup>46</sup> โดยผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) จะเป็นผู้กู้ยืมเงินให้กับโครงการซึ่งจะต้องเป็นการกู้ยืมเงินจาก Eligible institution<sup>47</sup> หรือ Approved bank เท่านั้น และผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) จะต้องแน่ใจว่าการกู้ยืมดังกล่าวซึ่งรวมถึงการกระทำใดๆ อันมี

<sup>45</sup> Sections 529 of The Corporation Tax Act 2010

<sup>46</sup> COLL 5.3.5 R (1) of Collective Investment Schemes

<sup>47</sup> Eligible institution คือ (1) CRD credit institution หรือ (2) MiFID investment firm ที่ได้รับอนุญาตโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (Home State regulator)

ลักษณะเป็นการกู้ยืมเงิน<sup>48</sup> จะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขข้อจำกัดการกู้ยืม (Borrowing limits) ซึ่งกำหนดไว้ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินของโครงการ (value of the scheme property) รวมถึงปฏิบัติตามเงื่อนไขอื่นๆ เช่น การกู้ยืมเงินดังกล่าวจะต้องเป็นการกู้ยืมเพียงชั่วคราวโดยจะต้องกำหนดระยะเวลาจ่ายเงินที่กู้ยืมไว้อย่างชัดเจนแน่นอน และมีระยะเวลาไม่เกิน 3 เดือน เว้นแต่จะได้รับอนุญาตจากผู้รับฝากทรัพย์สิน (Depositary) ก่อนการกู้ยืม และจะต้องระบุจำนวนครั้งในการกู้ยืม<sup>49</sup> ด้วย

### 3.2.1.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

เนื่องจาก UK-REITs จัดเป็น Property Authorised Investment Funds (PAIFs) รูปแบบหนึ่งเช่นเดียวกับ Authorised unit trust schemes (“AUTs”) ดังนั้น หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับบทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์ของ UK-REITs จึงมีลักษณะเช่นเดียวกับ Collective Investment Scheme ประเภท AUTs ซึ่งถูกกำหนดไว้ใน FSMA 2000 เนื่องจากการก่อตั้ง AUTs ภายใต้ FSMA 2000 นั้น เกิดขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) ระหว่างผู้จัดการโครงการ (manager) และทรัสต์<sup>50</sup> โดยจะทำการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของโครงการ (the scheme property) ให้แก่ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์ถือครองทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์แทนผู้ถือหุ้น (Unitholders) โดยรายการในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) จะอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ของ Trust scheme rules และทรัสต์จะมีความผูกพันที่จะต้องปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่กำหนดใน Trust scheme rules ด้วย<sup>51</sup>

ตาม FSMA 2000 หน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์จะเริ่มตั้งแต่การขออนุญาตจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน<sup>52</sup> โดยทรัสต์และผู้จัดการโครงการ (manager)<sup>53</sup> จะต้อง

<sup>48</sup> COLL 5.5.5 R (3) of Collective Investment Schemes, provides that “*borrowing includes, as well as borrowing in a conventional manner, any other arrangement (including a combination of derivatives) designed to achieve a temporary injection of money into the scheme property in the expectation that the sum will be repaid.*”

<sup>49</sup> COLL 5.5.4 R (4) of Collective Investment Schemes, provides that “*The authorised fund manager must ensure that any borrowing is on a temporary basis and that borrowings are not persistent, and for this purpose the authorised fund manager must have regard in particular to: (a) the duration of any period of borrowing; and (b) the number of occasions on which resort is had to borrowing in any period.*”

<sup>50</sup> COLL 3.2.3 R of Collective Investment Schemes

<sup>51</sup> Section 247(4) of FSMA 2000

<sup>52</sup> Section 242 of FSMA 2000

<sup>53</sup> ผู้จัดการโครงการ (manager) ของ Unit trust scheme จะต้องเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นและมีสถานประกอบการในสหราชอาณาจักรหรือประเทศอื่นที่อยู่ใน European Economic Area (“EEA State”) และการดำเนินกิจการทรัสต์จะต้องได้รับอนุญาตภายใต้กฎหมายของประเทศที่จัดตั้ง

ร่วมกันเสนอจัดตั้งโครงการที่จะมีการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ (Unit trust scheme) ต่อ FCA โดยทรัสต์นั้นจะต้องไม่ใช่บุคคลเดียวกันกับผู้จัดการโครงการ (manager)<sup>54</sup> และมีการกำหนดคุณสมบัติของทรัสต์ไว้ ดังนี้<sup>55</sup>

(1) ทรัสต์จะต้องเป็นบุคคลที่มีความเป็นอิสระจากผู้จัดการโครงการ (manager)

(2) ทรัสต์ของ Unit trust scheme จะต้องเป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นและมีสถานประกอบการในสหราชอาณาจักรหรือประเทศอื่นที่อยู่ใน European Economic Area (“EEA State”) และการดำเนินกิจการทรัสต์จะต้องได้รับอนุญาตภายใต้กฎหมายของประเทศที่จัดตั้ง

(3) ทรัสต์ของ Unit trust scheme จะต้องเป็นบุคคลที่ได้รับอนุญาต (Authorised person) ให้ทำหน้าที่เป็นทรัสต์

บทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ของ AUT จะเป็นไปตามที่กำหนดในตราสารก่อตั้งโครงการ (instrument constituting the fund) และหลักกฎหมายทั่วไป (general law)<sup>56</sup> โดยเฉพาะกฎหมายทรัสต์ (trust law) แต่ทรัสต์ของ AUT จะถูกเรียกว่า Depositary<sup>57</sup> ซึ่งเป็นไปตามโครงสร้างการกำกับดูแลของ FSMA 2000 ซึ่งเป็นกฎหมายเฉพาะโดย FCA ได้กำหนดให้หน้าที่ของ Depositary เริ่มตั้งแต่การออกหน่วยลงทุนให้แก่ AUT เมื่อได้รับแจ้งจากผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager)<sup>58</sup> และมีหน้าที่ในการเก็บรักษาเงินที่ได้จากการขายหน่วยลงทุน<sup>59</sup> ตลอดจนทรัพย์สินอื่นๆ ของ AUT (scheme property) และตรวจสอบการทำหน้าที่ของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้จัดการโครงการได้เข้าทำธุรกรรมใดๆ ในนามของโครงการจัดการลงทุน (scheme) รวมถึงการลงทุนต่างๆ (investment

<sup>54</sup> Section 242 (2) of FSMA 2000 “The manager and trustee (or proposed manager and trustee) must be different persons.”

<sup>55</sup> Section 243 (4) of FSMA 2000 “The manager and the trustee must be persons who are independent of each other”

<sup>56</sup> COLL 6.6.5R of Collective Investment Schemes

<sup>57</sup> COLL, “Depositary” means (1) (b) (in relation to an AUT) the trustee, [Online] Available from : <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G278.html>

<sup>58</sup> COLL 6.2.6R of Collective Investment Schemes

<sup>59</sup> COLL 6.2.3R (3) of Collective Investment Schemes, provides that “The authorised fund manager must, as soon as practicable after receiving the initial price from the purchaser and no later than the fourth business day following the end of the initial offer, pay the depositary in respect of any unit it has agreed to sell during the period of the initial offer”

powers)<sup>60</sup> และเสนอรายงานต่อ FCA<sup>61</sup> รวมถึงดำเนินการใดๆ เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนตามหลักเกณฑ์ดังนี้<sup>62</sup>

(1) Depositary จะต้องสอดส่องดูแลเพื่อให้แน่ใจว่าโครงการจัดการลงทุน (scheme) จะได้รับการบริหารจัดการโดยผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ตามหลักเกณฑ์ที่ FCA กำหนดโดยเฉพาะในกรณีดังต่อไปนี้

(1.1) การลงทุนและการกู้ยืมเงินของโครงการ (Investment and borrowing powers) จะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน COLL 5 ของ Collective Investment Schemes โดยในกรณีที่ Depositary พบว่าผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) มีการกู้ยืมเงินที่ขัดหรือแย้งกับหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน COLL 5 Depositary จะต้องดำเนินการให้ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ดำเนินการใดๆ ด้วยค่าใช้จ่ายของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) เองเพื่อที่จะทำให้การกู้ยืมเงินดังกล่าวเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด<sup>63</sup>

(1.2) การเข้าทำธุรกรรมใดๆ ในนามของโครงการจัดการลงทุน (Dealing) ภายใต้หลักเกณฑ์ COLL 6.2 ของ Collective Investment Schemes รวมถึงการให้อนุญาต (consent) ในกรณีที่ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) จะเข้าทำธุรกรรมใดๆ ที่มีผลเป็นการได้มาหรือจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของโครงการที่เป็นอสังหาริมทรัพย์<sup>64</sup>

<sup>60</sup> COLL 6.1.3G (3) of Collective Investment Schemes

<sup>61</sup> COLL 6.6.11G of Collective Investment Schemes

<sup>62</sup> COLL 6.6.4R of Collective Investment Schemes

<sup>63</sup> COLL 6.6.14R of Collective Investment Schemes

<sup>64</sup> COLL 6.6.10R of Collective Investment Schemes

- (1.3) การประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาของหน่วยลงทุน (Valuation and pricing) ตามหลักเกณฑ์ COLL 6.3 ของ Collective Investment Schemes
- (1.4) การจัดการเกี่ยวกับรายได้ของโครงการจัดการลงทุน การจัดการทางบัญชี การเคลื่อนย้ายทรัพย์สิน และการจัดสรรสิทธิประโยชน์ (Income: accounting, allocation and distribution) ตามหลักเกณฑ์ COLL 6.8 ของ Collective Investment Schemes
- (1.5) การจัดการอื่นๆ ที่อยู่ภายใต้ตราสารก่อตั้งโครงการ (instrument constituting the fund ) หรือหนังสือชี้ชวน (prospectus) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของผู้จัดการโครงการ ตาม (1.1) – (1.4)

(2) Depository มีหน้าที่ดูแลให้การประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาของหน่วยลงทุนเป็นไปอย่างสมเหตุสมผลตราบเท่าที่จำเป็น<sup>65</sup> โดยจะต้องมั่นใจว่าการประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาของหน่วยลงทุนของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) เป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังนี้

- (2.1) ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ได้ใช้วิธีการที่เหมาะสมในการกำหนดราคาของหน่วยลงทุน โดยคำนวณจากราคาประเมินที่เหมาะสม (valuation point) และ
- (2.2) ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ได้มีการจัดทำบันทึกที่เหมาะสมเพียงพอและสามารถแสดงได้ว่าการประเมินมูลค่าและการกำหนดราคาของหน่วย

---

<sup>65</sup> COLL 6.6.4R (2) of Collective Investment Schemes , provides that “The depository must, in so far as not required under (1)(c), take reasonable care to ensure on a continuing basis that: (a) the authorised fund manager is adopting appropriate procedures to ensure that the price of a unit is calculated for each valuation point in accordance with COLL 6.3 ; and (b) the authorised fund manager has maintained sufficient records to show compliance with COLL 6.3 ”

ลงทุนนั้นได้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน COLL  
6.3 ของ Collective Investment Schemes แล้ว

(3) Depositary จะต้องปฏิบัติหน้าที่เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหน่วยลงทุน (unitholders)

(4) Depositary จะต้องสอดส่องดูแลเพื่อให้มั่นใจว่าการตัดสินใจดำเนินการใดๆ ของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ที่มีผลเป็นการระงับสิทธิหรือปรับสัดส่วนการได้รับสิทธิของผู้ถือหน่วยลงทุนจะเกิดขึ้นอย่างสมเหตุสมผลและเป็นไปตามหลักเกณฑ์และข้อจำกัดต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง และได้ผ่านการพิจารณาและพิเคราะห์ถึงปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างรอบคอบครบถ้วนแล้ว

(5) ในกรณีที่ Depositary เห็นว่าการเข้าทำธุรกรรมใดๆ ที่มีผลเป็นการได้มาหรือจำหน่ายโอนทรัพย์สินของโครงการที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ไม่เป็นไปตามที่กำหนดในหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องและตราสารก่อตั้งโครงการ (instrument constituting the fund) Depositary อาจร้องขอให้ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ยกเลิกการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวหรือดำเนินการใดๆ เพื่อให้การได้มาหรือการจำหน่ายโอนทรัพย์สินดังกล่าวได้รับการเยียวยาที่เหมาะสม (secure restoration)<sup>66</sup>

อย่างไรก็ดี ในกรณีที่ Depositary เห็นว่าหากการได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์นั้นจำเป็นต้องมีหลักฐานที่เป็นเอกสารอันแสดงถึงสิทธิในทรัพย์สินดังกล่าว และเอกสารนั้นอยู่ในความครอบครองของบุคคลอื่นและบุคคลนั้นไม่สามารถแสดงเอกสารที่แสดงถึงสิทธิในทรัพย์สินได้ Depositary อาจร้องขอให้ผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) ยกเลิกการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวได้<sup>67</sup>

(6) Depositary ยังมีความรับผิดชอบในการเก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการ (scheme property) ให้มีความปลอดภัย และมั่นใจได้ว่า

(6.1) ได้ดำเนินการในทุกขั้นตอนที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการจัดการเกี่ยวกับเอกสารที่จำเป็นในการได้มาซึ่งทรัพย์สินที่เป็นของโครงการ โดยได้จัดทำบันทึกบัญชีทรัพย์สินของโครงการ

<sup>66</sup> COLL 6.6.10R (3) of Collective Investment Schemes

<sup>67</sup> COLL 6.6.10R (4) of Collective Investment Schemes



(6.2) ได้ดำเนินการเพื่อจดทะเบียนการได้มาซึ่งทรัพย์สินของโครงการไว้ในชื่อของ Depository

(6.3) เก็บรักษาทรัพย์สินและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินของโครงการด้วยความรอบคอบระมัดระวัง

(6.4) ได้ดำเนินการใดๆ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าสิทธิประโยชน์ที่เกิดจากการซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (transaction in derivatives or a forward transaction) จะเป็นของ Depository ในฐานะทรัพย์สินของโครงการ<sup>68</sup>

(7) Depository มีหน้าที่เรียกเก็บรายได้ (collection of income) ที่ถึงกำหนดเพื่อนำมาเก็บรักษาไว้ในบัญชีทรัพย์สินของโครงการ

(8) ในกรณีที่ทรัพย์สินของโครงการประกอบด้วยหน่วยลงทุนของโครงการจัดการลงทุนอื่น (other scheme) Depository จะต้องดำเนินการแทนโครงการเพื่อการใช้สิทธิออกเสียง และจะต้องใช้สิทธิออกเสียงเพื่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนของโครงการที่ Depository เป็นผู้ดูแล<sup>69</sup>

### 3.2.1.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์

ผู้รับประโยชน์ซึ่งเป็นผู้ถือหน่วยริทของ UK-REITs ในกรณีที่กองริท (REITs) เป็น AUT จะได้รับความคุ้มครองตั้งแต่ก่อนที่จะเข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยริท อันเนื่องมาจากการที่กฎหมายกำหนดให้การจัดโครงการลงทุนที่เป็น Collective Investment Scheme หรือ CIS นั้น จะต้องเผยแพร่หนังสือชี้ชวน (prospectus) ของหน่วยลงทุนและอัปเดตให้เป็นปัจจุบันอยู่เสมอ และจะต้องให้ข้อมูลแก่ผู้สนใจอย่างถูกต้องครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ที่ FCA กำหนด และเมื่อเข้ามาเป็นผู้ถือหน่วยริทของ UK-REITs แล้วก็จะได้รับสิทธิประโยชน์ตามที่กำหนดใน The Financial Act โดยผู้ถือหน่วยริทของ UK-REITs ภายใต The Financial Act จะได้รับสิทธิประโยชน์ในแง่ของ

<sup>68</sup> COLL 6.6.12R (1) of Collective Investment Schemes, provides that “The depository of an authorised fund is responsible for the safekeeping of all of the scheme property (other than tangible movable property) entrusted to it and must: (d) ensure that any transaction in derivatives or a forward transaction is entered into so as to ensure that any resulting benefit is received by the depository.”

<sup>69</sup> COLL 6.6.13R (2) of Collective Investment Schemes

การรับประกันว่าหากกองรีท (REITs) มีกำไรจากการดำเนินกิจการ กองรีท (REITs) จะต้องจ่ายสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหน่วยรีทในฐานะที่เป็นผู้รับประโยชน์ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของรายได้ที่กองรีท (REITs) ได้รับจากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ (rental income) ดังนั้น จึงมีผลเท่ากับว่าผู้ถือหน่วยรีทจะได้รับการการันตีรายได้ตามสัดส่วนรายได้ที่เกิดจากการบริหารจัดการกองรีท (REITs)

นอกจากนี้ ผู้ถือหน่วยรีทของ UK-REITs ในกรณีที่กองรีท (REITs) เป็น AUT ยังได้รับความคุ้มครอง โดยจะต้องมีการกำหนดหลักการเพื่อคุ้มครองผู้ถือหน่วยรีทไว้อย่างชัดเจนในการจัดตั้ง AUT และต้องระบุในเอกสารที่ก่อตั้ง CIS (Instrument constituting the fund) เกี่ยวกับข้อจำกัดความรับผิดของผู้ถือหน่วย (Unitholder's liability to pay) ว่าผู้ถือหน่วยรีท (กรณีที่กองรีท (REITs) เป็น AUT) ไม่ต้องรับผิดในค่าใช้จ่ายใดที่เกิดขึ้นภายหลังจากที่ได้จ่ายเงินเป็นค่าซื้อหน่วยลงทุนดังกล่าว และไม่มี ความรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับหน่วยลงทุนที่ตนถืออยู่

อย่างไรก็ดี ผู้ถือหน่วยรีทของ UK-REITs (กรณีที่กองรีท (REITs) เป็น AUT) จะต้องผูกพันตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) เหมือนหนึ่งว่าเป็นคู่สัญญากับกองรีท (REITs) และมีความผูกพันในการร้องขอให้ทรัสต์ของกองรีท (REITs) ดำเนินการใดๆ ตามที่ระบุไว้ในสัญญา ซึ่งรวมถึงการให้ความเห็นชอบบุคคลที่จะเข้าทำหน้าที่ทรัสต์ของกองรีทด้วย<sup>70</sup> โดยการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองรีท (REITs) ที่เป็น AUT จะแตกต่างจากการทำหน้าที่ของทรัสต์ทั่วไปซึ่งเป็นไปตามกฎหมายทรัสต์ (trust law) ซึ่งอยู่ภายใต้กฎหมายเฉพาะ (FSMA 2000) และกฎหมายอื่นที่เกี่ยวข้อง อันเป็นไปตามโครงสร้างการกำกับดูแลของ FCA ทำให้ผู้ถือหน่วยรีทสามารถมั่นใจได้ว่าทรัพย์สินที่เป็นกองรีท (REITs) จะได้รับความคุ้มครองอีกชั้นหนึ่ง

### 3.2.2 ประเทศสหรัฐอเมริกา

เนื่องจากประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นประเทศที่ใช้กฎหมายระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ตามระบบกฎหมายอังกฤษ แต่ลักษณะและพัฒนาการเกี่ยวกับกฎหมายทรัสต์ของประเทศสหรัฐอเมริกามีความแตกต่างจากแนวคิดของประเทศอังกฤษเป็นอย่างมาก โดยพัฒนาการที่เกี่ยวกับแนวคิดของกฎหมายทรัสต์ของประเทศสหรัฐอเมริกาประการหนึ่งที่มีความแตกต่างจากแนวคิดกฎหมายทรัสต์ของอังกฤษแบบดั้งเดิม ก็คือ การที่ศาลสูงในบางรัฐของสหรัฐอเมริกาได้ยอมรับถึงการรวมกลุ่มที่มีลักษณะเป็นองค์กรทางธุรกิจที่ตั้งขึ้นบนหลักแห่งความไว้วางใจ

<sup>70</sup> COLL 3.2.6 R (23) of Collective Investment Schemes

หรือ “Trusts” และนำมาสู่การออกกฎหมายภายในของรัฐ (statutory) เพื่อรับรองให้การรวมกลุ่มเป็นองค์กรทางธุรกิจดังกล่าวซึ่งมีลักษณะการจัดโครงสร้างและรูปแบบความสัมพันธ์แบบทรัสต์ มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย (Legal Entity) เช่นเดียวกับองค์กรธุรกิจประเภทอื่นๆ ซึ่งจะได้กล่าวถึงในรายละเอียดต่อไป

นอกจากนี้ ประเทศสหรัฐอเมริกายังเป็นประเทศแรกๆ ที่มีการนำหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์เข้ามาใช้กับธุรกรรมในตลาดทุนเพื่อสร้างเครื่องมือทางการเงินสำหรับการระดมทุนผ่านตลาดทุน โดยเฉพาะในการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยทรัสต์ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ปัจจุบันประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีตลาดซื้อขายทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) มากที่สุดของโลก โดยมีจำนวนปริมาณการซื้อขายสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange : NYSE) และประเทศต่างๆ ได้นำรูปแบบและการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกามาปรับใช้เพื่อสร้างเครื่องมือในการระดมทุนเป็นจำนวนมาก

ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจทำการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเน้นที่การนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการระดมทุนผ่านตลาดทุนเพื่อให้สอดคล้องกับหัวข้อการศึกษาวិทยานิพนธ์ฉบับนี้ โดยมีรายละเอียดการศึกษากฎหมายทรัสต์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังต่อไปนี้

### 3.2.2.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

การพิจารณากฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาก็ต้องพิจารณากฎหมายใน 2 ระดับ คือกฎหมายที่ออกโดยรัฐบาลกลาง (Federal Law) และกฎหมายภายในของแต่ละมลรัฐ (State Law) เนื่องจากแต่ละมลรัฐจะมีอิสระในการบัญญัติกฎหมายของตนเอง อันเนื่องมาจากเหตุผลในทางประวัติศาสตร์ โดยกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถพิจารณาได้ดังนี้

## (1) กฎหมายที่ออกโดยรัฐบาลกลาง (Federal Law)<sup>71</sup> ได้แก่

### (1.1) The Internal Revenue Code (the "IRC")

IRC ซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีที่ออกโดยรัฐบาลกลาง (Federal Law)<sup>72</sup> เนื่องจากรีท (REITs) ภายใต้กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาจะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี โดยได้รับยกเว้นการจัดเก็บภาษีในระดับ Corporate level เพื่อหลีกเลี่ยงกับเก็บภาษีซ้ำซ้อน โดยรีท (REITs) จะถูกจัดเก็บภาษีในระดับ Investor level เมื่อมีการจ่ายสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรีท ดังนั้น เพื่อรักษาสิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าว รีท (REITs) ของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือ US-REITs จึงต้องอยู่ภายใต้ IRC <sup>73</sup> ซึ่งได้วางหลักเกณฑ์เกี่ยวกับคุณสมบัติและลักษณะของรีท (REITs) ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี ทั้งนี้ ไม่ว่ารีท (REITs) นั้น จะถูกจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของรัฐใดก็ตาม<sup>74</sup>

### (1.2) Investment Company Act of 1940<sup>75</sup>

เป็นกฎหมายที่ออกโดยสภาคองเกรสในปี 1940 เพื่อกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับความรับผิดชอบ ขอบเขตการให้บริการ และข้อจำกัดต่างๆ ของกองทุนรวมเปิด (open-end mutual funds) การจัดตั้งทรัสต์ที่มีการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์เพื่อการลงทุน (unit investment trusts) และกองทุนปิด (closed-end funds) ที่มีการระดมทุนจากประชาชน โดยมี the Securities and Exchange Commission เป็นหน่วยงานที่รับผิดชอบในการบังคับใช้กฎหมายดังกล่าว

บริษัทที่อยู่ภายใต้ Investment Company Act มักเป็นบริษัทที่เน้นการลงทุนหรือเน้นการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์รายอื่นที่มีการระดมทุนจากประชาชน<sup>76</sup> โดยกฎหมาย Investment Company Act จะแบ่งประเภท (classification)

<sup>71</sup>U.S. Securities and Exchange Commission, "The Laws That Govern the Securities Industry,"(SEC website: U.S. Securities and Exchange Commission, 2013).

<sup>72</sup> Campbell et al in Real Estate Investment Trusts (Booth & Boyle eds) at p 219.

<sup>73</sup> U.S. Code § 856 - 859

<sup>74</sup> วรรณพร รอดรักษา, "ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการกำหนดบทบาทหน้าที่และการกำกับดูแลผู้จัดการกองรีทของไทย" (จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2555), หน้า 83

<sup>75</sup> AS AMENDED THROUGH P.L. 112-90, APPROVED JANUARY 3, 2012

<sup>76</sup> SEC. 3 (a)(1) The Investment Company Act

ของ Investment Company<sup>77</sup> ตามลักษณะการประกอบกิจการ ขนาด และการจัดโครงสร้างของกิจการ ออกเป็น 3 ประเภท คือ

### 1) Face-amount certificate company

เป็น Investment Company ที่มีการลงทุนในธุรกิจที่มีการออกตราสารที่เรียกว่า face-amount certificates ซึ่งเป็นตราสารที่แสดงการผ่อนชำระเงินเป็นรายงวดของผู้ลงทุนตามงวดการชำระเงินที่กำหนดไว้ (fixed installment) หรืออาจชำระเต็มจำนวนตั้งแต่ครั้งแรก (Fully-paid face-amount certificates)

### 2) Unit investment trust

เป็น Investment Company ที่มีลักษณะดังนี้ (ก) จัดตั้งขึ้นภายใต้สัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust indenture) สัญญาฝากทรัพย์สิน (contract of custodianship) สัญญาตัวแทน (agency) หรือสัญญาอื่นๆ ที่มีลักษณะอย่างเดียวกัน (ข) ไม่มีคณะกรรมการของบริษัท และ (ค) มีการออกหลักทรัพย์ประเภทที่สามารถไถ่ถอนหรือซื้อคืนได้เพียงประเภทเดียว โดยหลักทรัพย์แต่ละหน่วยแสดงถึงสิทธิในการได้รับส่วนแบ่งในผลตอบแทนที่ได้จากกิจการซึ่งไม่อาจแบ่งแยกได้ และไม่รวมถึงสิทธิในการออกเสียง (voting trust)

### 3) Management company

เป็น Investment Company ที่นอกเหนือจาก face-amount certificate company และ unit investment trust แบ่งเป็น (ก) Open-end company ซึ่งเป็น Management company ที่มีการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ที่สามารถไถ่ถอนหรือซื้อคืนได้ และ (ข) Closed-end company ซึ่งเป็น

<sup>77</sup> SEC. 4 The Investment Company Act

Management company ที่ไม่ใช่ Open-end company<sup>78</sup>  
มีการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถไถ่ถอนหรือ  
ซื้อคืนได้

## (2) กฎหมายภายในของแต่ละมลรัฐ (State Law)

เนื่องจากทรัสต์เป็นหลักกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดรูปแบบองค์กรทางธุรกิจหรือกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลเพื่อก่อตั้งรูปแบบความสัมพันธ์ทางธุรกิจ ดังนั้น ในการพิจารณากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์จึงต้องพิจารณาจากกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งองค์กรธุรกิจของแต่ละมลรัฐ และโดยเฉพาะกฎหมายของมลรัฐ Delaware ซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งองค์กรธุรกิจที่ได้รับความนิยมมากที่สุดและถูกนำมาใช้ในการจัดตั้งทรัสต์เป็นจำนวนมาก

The Delaware Statutory Trust Act 1988 เป็นกฎหมายที่ประกาศใช้เมื่อ 1 ตุลาคม 1988 โดยรัฐบาลของมลรัฐ Delaware ได้ออกกฎหมายรับรองหลักการของ Business Trusts ซึ่งเป็นกฎหมายที่เปลี่ยนแปลงหลักการของทรัสต์ตามคอมมอนลอว์แบบดั้งเดิม (Traditional Trust) ที่อาจไม่เหมาะในการที่จะนำมาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนผ่านตลาดทุน<sup>79</sup>

### 3.2.2.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา

อาจกล่าวได้ว่าแนวคิดในการรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น ได้รับอิทธิพลมาจากข้อจำกัดทางกฎหมายที่เกิดขึ้นในประเทศอังกฤษ เนื่องจากในศตวรรษที่ 18 กฎหมายของประเทศอังกฤษได้รับอิทธิพลทางความคิดเกี่ยวกับการเกิดสภาพบุคคลว่า สภาพบุคคลที่เกิดขึ้นตามธรรมชาตินั้นจะเกิดขึ้นได้เฉพาะในกรณีบุคคลธรรมดาเท่านั้น และมองการเกิดขึ้นของนิติบุคคลว่า นิติบุคคลเป็นเพียงบุคคลสมมติ แม้จะเกิดจากการที่บุคคลธรรมดาหลายคนมารวมเข้ากันจนเกิดเป็นสถาบัน หรือคณะบุคคล ฯลฯ ขึ้นก็ตาม แต่สภาพบุคคลของนิติบุคคลนั้นจะเกิดขึ้นได้ก็แต่โดยกฎหมายได้รับรองให้มีขึ้นเท่านั้น ซึ่งแนวความคิดดังกล่าวเกิดจากทฤษฎีที่เรียกว่า “Fiction Theory” หรือทฤษฎีนิติบุคคลสมมติ และแนวความคิดนี้ได้ส่งผล

<sup>78</sup> Section 4 of The Investment Company Act

<sup>79</sup> Morris James LLP, "An Overview of the Delaware Statutory Trust Act in Structured Finance Transactions."

ต่อการบัญญัติกฎหมายเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสภาพบุคคลในระบบกฎหมายของอังกฤษ<sup>80</sup> ทำให้การจัดตั้งนิติบุคคลในประเทศอังกฤษจะกระทำได้ก็แต่โดยได้รับอนุญาตจากเจ้าพนักงานเท่านั้น (Concession system) ซึ่งแนวความคิดดังกล่าวก็ได้ขยายอิทธิพลเข้าไปในประเทศอื่นๆ ที่รับเอาแนวคิดทางกฎหมายมาจากประเทศอังกฤษ<sup>81</sup> รวมถึงประเทศสหรัฐอเมริกาด้วย

ความยากลำบากในการจัดตั้งองค์กรธุรกิจในประเทศอังกฤษในช่วงเวลาดังกล่าวทำให้เกิดการรวมกลุ่มทางธุรกิจ (associations) ในรูปแบบหนึ่งซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายเหมือนองค์กรธุรกิจประเภทอื่นๆ และมีลักษณะเป็นการรวมกลุ่มที่เกิดขึ้นโดยความสมัครใจ (voluntary nature) อาศัยความไว้วางใจซึ่งกันและกัน (fiduciary) อันมีผลเป็นการก่อตั้งความผูกพันแบบทรัสต์ตามหลักกฎหมายทรัสต์ของคอมมอนลอว์ (Common Law) แบบดั้งเดิม ซึ่งต่อมาได้กลายมาเป็นเครื่องมือในการรวมกลุ่มธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ และถูกใช้ในการบริหารจัดการทรัพย์สินและการกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุน เรียกว่า “Investment Trusts”

แม้ว่า Investment Trusts จะเกิดขึ้นที่ประเทศอังกฤษ<sup>82</sup> แต่กลับได้รับการพัฒนาขึ้นอย่างมากในสหรัฐอเมริกา<sup>83</sup> โดยเฉพาะในมลรัฐ Massachusetts เนื่องจากในขณะนั้นได้มีการออกกฎหมายห้ามมิให้องค์กรธุรกิจที่เป็นบริษัท (corporations) ทำการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ทำให้เกิดการรวมกลุ่มทางธุรกิจในรูปแบบอื่นโดยใช้ลักษณะการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trust) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business trusts) เนื่องจาก Business trusts ในขณะนั้นไม่ได้จัดตั้งขึ้น

<sup>80</sup> ในศตวรรษที่ 18 กฎหมายของประเทศอังกฤษได้กำหนดว่า การจัดตั้งองค์กรธุรกิจ (Corporation) ในรูปแบบต่างๆ จะกระทำได้โดย (1) อาศัยอำนาจตามกฎหมายที่ออกโดยรัฐสภา หรือ (2) ได้รับอนุญาตให้จัดตั้งตามคำสั่งของกษัตริย์ (Charter from the Crown) ซึ่งทำให้เกิดความยากลำบากในการจัดตั้งองค์กรธุรกิจเป็นอย่างมาก จึงทำให้เกิดการรวมกลุ่มทางธุรกิจ (associations) ในรูปแบบหนึ่งซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นโดยอาศัยอำนาจตามกฎหมายหรือโดยคำสั่งของกษัตริย์ แต่มีลักษณะเป็นการรวมกลุ่มที่เกิดขึ้นโดยสมัครใจ (voluntary nature) และอาศัยความไว้วางใจซึ่งกันและกัน (fiduciary) อันมีลักษณะเป็นทรัสต์ตามหลักกฎหมายทรัสต์ของคอมมอนลอว์แบบดั้งเดิม

<sup>81</sup> กิตติศักดิ์ ปรกติ, หลักกฎหมายบุคคล, พิมพ์ครั้งที่ 4 ed.(กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2553). หน้า 209 - 212

<sup>82</sup> SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY, "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies.", at 425 "The investment trust, was found in Great Britain in the 1860's before the corporation laws were consolidated by the Companies Acts"

<sup>83</sup> เนื่องจากในศตวรรษที่ 19 ประเทศสหรัฐอเมริกามีการออกกฎหมายกำหนดให้องค์กรธุรกิจ (corporations) ต้องปฏิบัติตาม (1) ห้ามมิให้มีการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ (prohibited dealing in real estate) (2) กำหนดจำนวนมูลค่าเงินลงทุนขั้นต่ำและเงินลงทุนสูงสุด (established minimum and maximum capital amounts) และ (3) กำหนดให้องค์กรธุรกิจต้องจัดทำรายงานประจำปีที่ระบุรายละเอียดทรัพย์สินและหนี้สิน แต่ Business trusts ไม่อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ทางกฎหมายดังกล่าว ทำให้ Business trusts เป็นการรวมกลุ่มทางธุรกิจที่มีความยืดหยุ่นและมีความต่อเนื่องในการบริหารจัดการมากกว่าองค์กรธุรกิจในรูปแบบ corporations

ในรูปแบบของบริษัท (corporations) จึงไม่อยู่ภายใต้ข้อจำกัดทางกฎหมายดังกล่าว ประกอบกับ ข้อดีของลักษณะการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ของ Business trusts ที่มีความยืดหยุ่นในการประกอบ ธุรกิจและมีความต่อเนื่องในการบริหารจัดการมากกว่าองค์กรธุรกิจในรูปแบบบริษัท (corporations) จึงทำให้เกิดการจัดตั้ง Business trusts ขึ้นเป็นจำนวนมาก และทำให้มลรัฐ Massachusetts กลายเป็นผู้นำในการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยอนุญาต ให้มีการรวมกลุ่มทางธุรกิจในรูปแบบของ Business trusts <sup>84</sup>

คดีที่เกิดขึ้นในศาลสูงของรัฐ Massachusetts ได้กลายเป็นตัวอย่างคดี ที่ทำให้มีการนำทรัสต์มาใช้อย่างกว้างขวางในรัฐ Massachusetts คือ คดี *Williams v. Inhabitants of Milton*<sup>85</sup> โดยศาลสูงได้วางหลักว่า Business trusts สามารถจัดตั้งขึ้นเพื่อ ประโยชน์ในการถือครองทรัพย์สินและอาจถูกจัดเก็บภาษีในฐานะที่เป็นกองทรัสต์ ทำให้ทรัสต์ใน รัฐ Massachusetts ถูกนำมาใช้อย่างหลากหลาย โดยมีความมุ่งหมายที่จะนำมาใช้เพื่อประโยชน์ ในการจัดการทรัพย์สิน โดยเฉพาะทรัพย์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Real estate trusts

นอกจากนี้ คดีตัวอย่างที่ทำให้เกิดการยอมรับสถานะทางกฎหมาย ของทรัสต์ในประเทศสหรัฐอเมริกา เกิดขึ้นจากการวางหลักของศาลในปี 1913 ในคดี *Williams v. Inhabitants of Milton* โดยในคดีดังกล่าวมีประเด็นที่ศาลจะต้องพิจารณาก็คือ Boston Personal Property Trust ซึ่งเป็น real estate trust ที่ถูกจัดตั้งขึ้นในปี 1893 นั้น จะต้องเสียภาษี ในฐานะที่เป็นทรัสต์หรือห้างหุ้นส่วน<sup>86</sup> โดยศาลได้พิจารณาจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (The declaration

<sup>84</sup> คดี *State Street Trust Co. v. Hall*, 31 Mass. 299, 41 N.E. 2d 30, 34 (1942) ศาลได้กล่าวถึงความนิยมในการจัดตั้ง Business trusts ในบางส่วนของคำพิพากษาว่า “[Business trusts] have been recognized for many years as a common and lawful method of transacting business in this Commonwealth. It has been said that this method of conducting a commercial enterprise originated in this Commonwealth as the result of the inability to secure chargers for acquiring and developing real estate without a special act of the Legislature. Accordingly, the usual purpose of these early organizations was to deal in real estate, but with passing years business trusts have greatly increased in number and have been used extensively in conducting nearly all kinds of industrial and commercial activities.”

<sup>85</sup> *Williams v. Inhabitants of Milton*, the Supreme Judicial Court held that a business trust organized to deal in real estate should be taxed as a trust rather than a partnership or corporation.

<sup>86</sup> ก่อนหน้านี้เคยมีคดีที่ศาลสูงของรัฐ Massachusetts ได้วางหลักว่าเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผู้รับประโยชน์ของ business trust ว่ามีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากห้างหุ้นส่วน (partnership) อยู่หลายคดี เช่น คดี *Mayo v. Moritz* ที่เกิดขึ้นในปี 1890 ทำให้เกิดการวางหลักโดยศาลสูงของรัฐ Massachusetts ว่า business trust มีลักษณะ (entity) ที่แยกต่างหากจากความ เป็นห้างหุ้นส่วน (partnership) เนื่องจาก the declaration of trust ไม่ได้มีผลทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความผูกพันแบบหุ้นส่วน แต่ ทำให้ผู้ถือหุ้นกลายเป็นผู้รับประโยชน์ของทรัสต์หรือเรียกว่า “cestuis que trust” ซึ่งมีผลเป็นการก่อตั้งสิทธิใน ส่วนแบ่งของ ประโยชน์จากทรัพย์สินเมื่อมีการจำหน่ายทรัพย์สินดังกล่าวออกไป



of trust) และได้วางหลักในคดีนี้ว่า ทรัสต์ที่ถูกก่อตั้งขึ้นนั้นมีลักษณะที่กว้างกว่าความเป็นห้างหุ้นส่วน เนื่องจาก The declaration of trust ทำให้ทรัสต์เป็นผู้มีอำนาจควบคุมเหนือทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ และในคดี *Larson v. Sylvester* ที่เกิดขึ้นในปี 1933 โดยศาลสูงของรัฐ Massachusetts ได้ตัดสินคดีนี้โดยมีการอธิบายถึงลักษณะ (nature) ของ business trusts ว่า “กล่าวโดยทั่วไปแล้ว ทรัสต์ไม่ได้มีลักษณะในทางกฎหมาย (legal personality)<sup>87</sup> แต่ทรัสต์นั้นมีรูปแบบที่แตกต่างจาก บริษัท (corporation) ซึ่งเป็นนิติบุคคล โดยสามารถนำคดีขึ้นสู่การพิจารณาของศาลได้ในนามของทรัสต์เอง ในขณะที่ห้างหุ้นส่วน (partnership) ซึ่งตามกฎหมายของรัฐ Massachusetts เป็นเพียงการรวมกลุ่มของบุคคลเพื่อดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ และหากห้างหุ้นส่วน (partnership) จะสามารถนำคดีขึ้นสู่การพิจารณาของศาลได้จะต้องกระทำโดยผู้ที่เป็นหุ้นส่วน ไม่ใช่ในนามของห้างหุ้นส่วน (partnership) ดังนั้น ศาลจึงมีคำตัดสินในคดีนี้ว่า โจทก์ (Larson) สามารถนำคดีขึ้นสู่ศาลโดยฟ้องร้อง Sylvester ซึ่งเป็น business trust ได้ ภายใต้กฎหมาย The Massachusetts Business Trust Act<sup>88</sup>

ดังนั้น จะเห็นได้ว่านับแต่เวลาที่ศาลของมลรัฐ Massachusetts ได้ยอมรับ Business Trusts ในฐานะที่เป็นรูปแบบที่แตกต่างจากองค์กรธุรกิจทั่วไปผ่านคดีต่างๆ ที่ถูกนำขึ้นสู่การพิจารณาของศาล (case law) ที่เกิดขึ้นในมลรัฐ Massachusetts นั้น ล้วนแสดงให้เห็นถึงบรรยากาศที่เป็นมิตรต่อการยอมรับ Business Trusts และนำมาสู่การพัฒนากฎหมายของมลรัฐ Massachusetts ในเรื่อง Business Trusts เพื่อรับรองสถานะความเป็นนิติบุคคลของ Business Trusts และการกำหนดความสัมพันธ์ของทรัสต์เมื่อ Business Trusts เป็นนิติบุคคล รวมถึงการกำหนดความผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นทรัสต์ต่อ Business Trusts ด้วย ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ในหลายๆ มลรัฐของประเทศสหรัฐอเมริกาต่างก็รับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์

<sup>87</sup> เนื่องจากในขณะนั้นยังไม่มีกรออกกฎหมายเพื่อรับรองสถานะของทรัสต์ ศาลจึงได้พิจารณาการจัดตั้งทรัสต์ตามหลักกฎหมายทรัสต์ ซึ่งเป็นกฎหมายคอมมอนลอว์แบบดั้งเดิม

<sup>88</sup> MASS. GEN. LAWS ANN. ch. 182, Section 6 (West 1933); *Larson*, 282 Mass. At 358-59, 185 N.E. at 46. provides that “An association or trust may be sued in an action at law for debts and other obligations or liabilities contracted or incurred by the trustees, or by the duly authorized agents of such trustees, or by any duly authorized officer of the association or trust, in the performance of their respective duties under such written instruments or declarations of trust, and for any damages to persons or property resulting from the negligence of any trustees, agents or officers acting in the performance of their respective duties, and its property shall be subject to attachment and execution in like manner as if it were a corporation, and service of process upon one of the trustees shall be sufficient.”

ด้วยเหตุผลที่แตกต่างกัน เช่น เพื่อประโยชน์ในการจัดเก็บภาษี หรือเพื่อประโยชน์ในทางคดี (กรณีของรัฐ Massachusetts และรัฐ Minnesota<sup>89</sup>) เป็นต้น

### 3.2.2.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

รีท (REITs) ของประเทศสหรัฐอเมริกา หรืออาจเรียกสั้นๆว่า US-REITs นั้น เกิดขึ้นครั้งแรกในช่วงกลางศตวรรษที่ 20<sup>90</sup> จากความสำเร็จของ mutual funds ที่นักลงทุนรายย่อย (small investors) ในประเทศสหรัฐอเมริกาใช้ในการเก็บสะสมความมั่งคั่ง<sup>91</sup> โดยในขณะนั้น US-REITs ก็ได้รับการยอมรับในฐานะที่เป็นลักษณะหนึ่งของ mutual funds ที่ถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการลงทุนของนักลงทุนรายย่อย (small investors) จนกระทั่งสภาองเกรสของประเทศสหรัฐอเมริกา (the US Congress) ได้มีแนวความคิดในการให้ความสำคัญกับการพัฒนาเครื่องมือในตลาดทุนเพื่อนำมาใช้สำหรับการระดมทุนเพื่อลงทุนในกิจการที่เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์<sup>92</sup> ซึ่งแนวคิดดังกล่าวได้นำมาสู่การนำเครื่องมือการลงทุนที่เรียกว่ารีท (REITs) ซึ่งเป็นการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มาใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาในปี 1960 โดยได้แก้ไข The Internal Revenue Code (the "IRC") ซึ่งเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีที่ออกโดยรัฐบาลกลาง (Federal Law)<sup>93</sup> จนกระทั่งในปัจจุบัน รีท (REITs) ได้กลายมาเป็นรูปแบบที่ใช้ในการจัดการ

<sup>89</sup> กฎหมาย business trust ของรัฐ Minnesota (The Minnesota statute) เกิดขึ้นในปี 1961 ซึ่งกำหนดว่า "two or more persons may organize and associate for the purpose of transacting business under a declaration of trust." MINN. STAT. § 318.01 (1987). The statute requires a business trust to file a copy of the declaration of trust prior to transacting business in the state. *Id.* § 318.02. In addition, the Minnesota law states that any association so organized "shall be a business trust and a separate unincorporated legal entity, not a partnership ... or any other relation except a business trust." *Id.* A Minnesota business trust has statutory powers to: (1) continue in existence as a business trust for the time specified in its declaration of trust, or if not stated, perpetually; (2) sue and be sued; (3) adopt a seal; (4) conduct business, contract, and do any acts necessary and incidental to purposes stated in the declaration of trust; and (5) acquire, or deal in and dispose of real and personal property by or through officers, agents or trustees.

<sup>90</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation," 22 *SAC LJ* 36 2010, 36-65 (2010), at 36-37.

<sup>91</sup> เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว นักลงทุนรายย่อยต่างพากันให้ความสนใจกับการจัดตั้ง mutual funds เพื่อใช้บริหารจัดการความมั่งคั่งส่วนบุคคล เช่น การจัดตั้ง mutual funds เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (publicly-traded securities) เป็นต้น

<sup>92</sup> Ways & Means Comm HR Rep No 202, 86th Congress, 2d Session (1960), cited in Real Estate Investment Trusts (Booth & Boyle eds) at p 219.

<sup>93</sup> Campbell et al in Real Estate Investment Trusts (Booth & Boyle eds) at p 219.

ทรัพย์สินที่มีความสำคัญอย่างมากทั้งในสหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย และบางส่วนของยุโรป และมีการนำกองรีท (REITs) เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก โดยมีรายละเอียดปรากฏตามตารางด้านล่าง

ตารางที่ 1 แสดงจำนวน US-REITs ที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์<sup>94</sup>

	จำนวนรีท (REITs)	
	จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
จำนวนกองรีท	71.2 %	28.8 %
มูลค่าทรัพย์สินรวมโดยประมาณ	94.0 %	6.0 %

ปัจจุบัน รีท (REITs) ของประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถจัดตั้งขึ้นได้ในหลายลักษณะ เช่น (1) รีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท (Corporations) หรือ (2) รีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นในรูปของทรัสต์ และ (3) รีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นโดยใช้รูปแบบอื่นๆ เช่น Limited Partnership หรือ Limited Liability Company เป็นต้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากขอบเขตของการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มุ่งศึกษาเนื้อหาของกรนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ดังนั้น เนื้อหาที่จะปรากฏในการศึกษาวิทยานิพนธ์ต่อไปนี้ ผู้วิจัยจึงขอจำกัดขอบเขตเฉพาะการศึกษา US-REITs ที่จัดตั้งขึ้นในรูปของทรัสต์เท่านั้น

ด้วยเหตุผลในทางประวัติศาสตร์ (ตามที่ได้กล่าวไว้ในข้อหัว 3.2.2.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา) ทำให้ US-REITs มีแนวโน้มที่ถูกกำหนดให้เป็น Business Trusts ภายใต้กฎหมายของรัฐ Massachusetts เนื่องจากมองว่า (1) ทรัสต์ที่เป็น traditional trust หรือองค์กรธุรกิจที่เป็น unincorporated association นั้นอาจไม่สามารถจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) ภายใต้กฎหมาย IRC (ก่อนที่จะมีการแก้ไขในปี 1976) ได้ และ (2) หลักการของกฎหมายทรัสต์ได้ถูกพัฒนาขึ้นในรัฐ Massachusetts และได้กลายเป็นตัวอย่างในการพัฒนากฎหมายทรัสต์ในมลรัฐอื่นๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น มลรัฐ Delaware และ มลรัฐ Maryland

<sup>94</sup> NAREIT, "Reitwatch, a Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry,"(NAREIT).

เป็นต้น ซึ่งต่างก็ได้รับอิทธิพลในการยกร่างกฎหมาย Business Trust มาจากรัฐ Massachusetts<sup>95</sup> โดยเฉพาะมลรัฐ Delaware ซึ่งเป็นมลรัฐที่มีกฎหมายที่เกี่ยวกับการจัดตั้งองค์กรธุรกิจที่ได้รับความนิยมมากที่สุดและถูกนำมาใช้ในการจัดตั้งทรัสต์เป็นจำนวนมาก

ภายใต้กฎหมายทรัสต์ของมลรัฐ Delaware หรือ The Delaware Statutory Trust Act ได้มีการกำหนดรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ให้มีสถานะเป็นนิติบุคคล<sup>96</sup> (separate legal entity) และกำหนดความรับผิดของผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทรัสต์ให้มีความรับผิดจำกัด (Limited Liability) เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีความรับผิดจำกัดเพียงเท่าจำนวนเงินที่ตนยังส่งใช้ไม่ครบมูลค่าหุ้นที่ตนถือ รวมถึงการกำหนดสิทธิหน้าที่และความรับผิดของทรัสต์ต่อกองทรัสต์ ซึ่งจะขอกกล่าวถึงในรายละเอียดต่อไป

ความนิยมในการจัดตั้งองค์กรธุรกิจภายใต้กฎหมายของมลรัฐ Delaware ประกอบกับลักษณะของทรัสต์ที่อยู่ภายใต้กฎหมายของมลรัฐที่เอื้อต่อการประกอบธุรกิจ ทำให้มีการนำทรัสต์มาใช้ในการจัดโครงสร้างทางธุรกิจเป็นจำนวนมาก เช่น การทำธุรกรรมที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ โดยมีทรัพย์สินอ้างอิง (Asset-Backed Securities Transactions) การทำธุรกิจลีสซิ่ง (Leveraged Leasing Transactions) การจัดตั้งกองทุนรวมและบริษัทที่เน้นการลงทุน (Investment Companies) ที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ การใช้ทรัสต์ในการชำระบัญชี (Liquidating Trusts) และโดยเฉพาะอย่างยิ่งคือ การนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) โดยมีลักษณะการจัดโครงสร้างของรีท (REITs) ภายใต้กฎหมายของมลรัฐ Delaware ปรากฏตามภาพ

---

<sup>95</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 36-37.

<sup>96</sup> Section 3801 of The Delaware Statutory Trust Act



อสังหาริมทรัพย์ ดอกผลจากอสังหาริมทรัพย์หรือผลตอบแทนจากการก่อภาระผูกพันในอสังหาริมทรัพย์ รายได้จากการขายหรือการยึดอสังหาริมทรัพย์ที่ติดจำนอง เป็นต้น

(3) รีท (REITs) จะต้องมีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อย่างน้อยร้อยละ 75<sup>101</sup> ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs)<sup>102</sup> โดยรีท (REITs) สามารถลงทุนในหลักทรัพย์อื่นๆ (นอกเหนือจากหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาล) และหน่วยรีทของกองรีทอื่นๆ (REIT subsidiaries) ได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs)<sup>103</sup>

(4) ในกรณีที่รีท (REITs) ลงทุนในหลักทรัพย์อื่นๆ รีท (REITs) จะต้องถือครองหลักทรัพย์ดังกล่าวไม่เกินร้อยละ 5 เมื่อเทียบกับมูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs) ต่อรายผู้ออกหลักทรัพย์ (issuer) และเมื่อนับรวมหลักทรัพย์ที่รีท (REITs) ลงทุนในแต่ละรายผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องไม่เกินร้อยละ 10 ของสิทธิออกเสียงในกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์นั้น<sup>104</sup>

นอกจากนี้ เพื่อรักษาสิทธิประโยชน์ทางภาษี รีท (REITs) จะต้องมีนโยบายจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นรีทไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของรายได้ทั้งหมดที่กองรีท (REITs) ได้รับในปีภาษีอีกด้วย<sup>105</sup>

### 3.2.2.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์ถูกระบุไว้ใน Delaware Statutory Trust Act ซึ่งกำหนดให้กองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐ Delaware จะต้อง มีทรัสต์อย่างน้อย 1 คน (ในทางปฏิบัติอาจเรียกว่า “Delaware Trustee”) โดยในกรณีที่ทรัสต์เป็น บุคคลธรรมดาทรัสต์จะต้องมีถิ่นที่อยู่ในมลรัฐ Delaware หรือมีสถานประกอบธุรกิจหลักอยู่ในมลรัฐ Delaware ในกรณีที่ทรัสต์ของกองทรัสต์เป็นนิติบุคคล<sup>106</sup> โดยในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument)<sup>107</sup> อาจระบุให้ทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) และให้ถือเสมือนว่า

<sup>101</sup> U.S. Code Section 856 (c)(4)(A)

<sup>102</sup> มูลค่าทรัพย์สินทั้งหมดของกองรีท (REITs) พิจารณาจาก อสังหาริมทรัพย์ของกองรีท (REITs) เงินสด สิ่งเทียบเท่าเงินสด และหลักทรัพย์ที่ออกโดยรัฐบาล (Government securities)

<sup>103</sup> U.S. Code Section 856 (c)(4)(B) (i)(ii)

<sup>104</sup> U.S. Code Section 856 (c)(4)(B) (iii)

<sup>105</sup> U.S. Code Section 857 (b)(5)(A)

<sup>106</sup> Section 3807(1) of Delaware statutory trust Act

<sup>107</sup> Section 3801 of Delaware statutory trust Act, provides that “Governing instrument” means any written instrument (whether referred to as a trust agreement, declaration of trust or otherwise) which creates a statutory

ทรัสต์เป็นผู้ถือทรัพย์สินต่างๆ ที่เป็นของกองทรัสต์ (REITs) รวมถึงรายได้ที่เกิดจากการดำเนินกิจการของกองทรัสต์ (REITs) ในนามของผู้รับประโยชน์<sup>108</sup> ทั้งนี้ ทรัสต์ของกองทรัสต์ (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้ Delaware Statutory Trust Act อาจเป็นบุคคลเดียวกันกับผู้รับประโยชน์ก็ได้<sup>109</sup>

นอกจากนี้ ภายใต้กฎหมายดังกล่าว ทรัสต์อาจมอบหมายให้บุคคลใดๆ ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทรัสต์ (REITs) ได้ไม่ว่าบางส่วนหรือทั้งหมด หากมีการระบุไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) (ในทางปฏิบัติอาจเรียกบุคคลที่ได้รับมอบหมายจากทรัสต์ว่า “Signatory Trustee”) โดยบุคคลที่ได้รับมอบหมายดังกล่าวย่อมได้รับความคุ้มครองตามกฎหมายในการปฏิบัติหน้าที่เช่นเดียวกับกรณีที่ทรัสต์ได้รับความคุ้มครองภายใต้มาตรฐานการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองทรัสต์ (REITs) ตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด<sup>110</sup>

อย่างไรก็ดี ด้วยลักษณะเฉพาะของกฎหมาย Delaware Statutory Trust Act ที่เอื้อต่อการประกอบธุรกิจและมีความยืดหยุ่นในการจัดตั้งทรัสต์ โดยให้ความสำคัญกับหลักเสรีภาพในการทำสัญญา บทบัญญัติที่เกี่ยวข้องกับบทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์จึงถูกระบุไว้ในลักษณะที่เป็นหลักการกว้างๆ และบทบัญญัติของกฎหมายส่วนใหญ่จะอยู่ภายใต้หลักความตกลงที่ระบุไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) ดังนั้น กฎหมาย Delaware Statutory Trust Act จึงไม่ได้กำหนดมาตรฐานการทำหน้าที่ของทรัสต์ไว้อย่างชัดเจน<sup>111</sup> โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องความรับผิดชอบของทรัสต์ซึ่งกำหนดว่า เว้นแต่จะมีการกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) ในกรณีที่ทรัสต์กระทำการใดๆ อย่างเต็มความสามารถ ทรัสต์ไม่ต้องรับผิดชอบในทางส่วนตัวต่อบุคคลใดๆ สำหรับการกระทำดังกล่าว นอกจากกองทรัสต์หรือผู้รับประโยชน์ในกรณีที่ทรัสต์ละเลยต่อการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองทรัสต์<sup>112</sup> ดังนั้น ภายใต้กฎหมายดังกล่าว ทรัสต์จึงอาจมีความรับผิดชอบต่อเมื่อทรัสต์ได้กระทำการใดๆ โดยปราศจากมาตรฐานในการทำหน้าที่

---

*trust or provides for the governance of the affairs of the statutory trust and the conduct of its business. A governing instrument”*

<sup>108</sup> Section 3805(a) of Delaware statutory trust Act and Section 3805(f) provides that “Except to the extent otherwise provided in the governing instrument of the statutory trust, legal title to the property of the statutory trust or any part thereof may be held in the name of any trustee of the statutory trust, in its capacity as such, with the same effect as if such property were held in the name of the statutory trust.”

<sup>109</sup> Section 3801(h) of Delaware statutory trust Act

<sup>110</sup> Section 3803(c) และ Section 3806(b) of Delaware statutory trust Act

<sup>111</sup> The Delaware Counsel Group Ellisa Opstbaum Habbart, LLP., “Llc’s, Llp’s, Dst’s, Lp’s:Why and How Are Alternative Entities Used in Cross Border Transactions,”(The Delaware Counsel Group, LLP).

<sup>112</sup> Section 3803(b) of Delaware statutory trust Act

อันจะพึงคาดหมายได้จากบุคคลที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ซึ่งจะต้องใช้ความรู้ ความสามารถ และความระมัดระวัง ภายใต้สถานการณ์ต่างๆ เพื่อรักษาประโยชน์ของกองทรัสต์

### 3.2.2.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์

แม้ว่า Delaware Statutory Trust Act จะไม่ได้กำหนดจำนวนผู้รับประโยชน์ไว้ก็ตาม แต่โดยส่วนใหญ่แล้วผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ (REITs) มักมีจำนวนตั้งแต่ 99 – 499 ราย<sup>113</sup> อย่างไรก็ตาม เพื่อรักษาสิทธิประโยชน์ทางภาษี กองทรัสต์ (REITs) ที่ใช้การจัดโครงสร้างแบบทรัสต์นั้นจึงต้องมีจำนวนผู้รับประโยชน์ของกองทรัสต์ (REITs) ตั้งแต่ 100 รายขึ้นไป<sup>114</sup> โดยผู้ถือหุ้นรายหนึ่งซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ (REITs) นั้น จะมีสิทธิและหน้าที่ตลอดจนได้รับความคุ้มครองภายใต้กฎหมาย Delaware statutory trust Act ซึ่งระบุไว้อย่างชัดเจน เว้นแต่จะมีการกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) เช่น

(1) ผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ (REITs) จะได้รับความคุ้มครองในลักษณะเดียวกันกับผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยถูกจำกัดความรับผิดชอบเพียงเท่าจำนวนมูลค่าของหน่วยทรัสต์ที่ผู้รับประโยชน์มีหน้าที่ต้องชำระเข้าเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์<sup>115</sup>

(2) สิทธิในการได้รับส่วนแบ่งในผลประโยชน์ที่เกิดจากการบริหารจัดการกองทรัสต์ (REITs) ของผู้รับประโยชน์นั้นไม่สามารถแบ่งแยกตามทรัพย์สินของกองทรัสต์ (REITs) ได้ โดยผู้รับประโยชน์จะต้องร่วมในกำไรและขาดทุน (profits and losses) ของกองทรัสต์ (REITs) ตามสัดส่วน (เปอร์เซ็นต์) ของผู้รับประโยชน์แต่ละรายตามที่ได้กำหนดไว้<sup>116</sup> โดยเจ้าหนี้ของผู้รับประโยชน์จะไม่สามารถเข้าถือครองหรือใช้สิทธิใดๆ ตามกฎหมายเหนือตัวทรัพย์สินที่เป็นของกองทรัสต์ (REITs) ได้<sup>117</sup>

(3) ส่วนแบ่งในผลประโยชน์ของกองทรัสต์ (beneficial interest) ถือเป็นทรัพย์สินส่วนบุคคล (personal property) ของผู้รับประโยชน์แต่ละราย แม้ว่าจะอยู่ในรูปทรัพย์สินของกองทรัสต์ (REITs) ก็ตาม ทั้งนี้ เว้นแต่จะมีการกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในตราสารก่อตั้งทรัสต์

<sup>113</sup> Freddie Mac Multifamily, "Delaware Statutory Trust Act."

<sup>114</sup> U.S. Code Section 856 (a)(5)

<sup>115</sup> Section 3803(a) of Delaware statutory trust Act

<sup>116</sup> Section 3805(a) of Delaware statutory trust Act

<sup>117</sup> Section 3805(b) of Delaware statutory trust Act



(governing instrument) โดยระบุให้ผู้รับประโยชน์อาจไม่ได้รับส่วนแบ่งในผลประโยชน์ที่เกิดจากการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) บางชนิด<sup>118</sup>

(4) สิทธิในการได้รับส่วนแบ่งในผลประโยชน์ของกองรีท (beneficial interest) สามารถจำหน่ายโอนได้โดยไม่มีข้อจำกัด (freely transferable) เว้นแต่เฉพาะข้อจำกัดที่ระบุไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument)<sup>119</sup>

(5) เมื่อกองรีท (REITs) มีการประกาศจ่ายสิทธิประโยชน์จากส่วนแบ่งในผลประโยชน์ของกองรีท (REITs) ผู้รับประโยชน์จะถือเสมือนเป็นเจ้าของของกองรีท (REITs) ตามสัดส่วนที่ตนมีสิทธิได้รับ โดยในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) จะระบุหลักเกณฑ์และวิธีการในการกำหนดรายชื่อ (record) ผู้รับประโยชน์ รวมถึงการจ่ายสิทธิประโยชน์จากส่วนแบ่งในผลประโยชน์ของกองรีท (REITs)<sup>120</sup>

(6) แม้ว่าทรัสต์จะเป็นผู้ซื้อตามกฎหมายในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs)<sup>121</sup> แต่เจ้าหน้าที่ของทรัสต์ก็ไม่สามารถถือครองหรือใช้สิทธิเรียกร้องหรือดำเนินการเพื่อใช้สิทธิใดๆ ตามกฎหมายเหนือตัวทรัพย์สินที่เป็นของกองรีท (REITs) ได้ โดยถือว่าหน้าที่ของทรัสต์ที่มีต่อเจ้าหน้าที่นั้นเป็นหน้าที่ส่วนตัวของทรัสต์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินของกองรีท (REITs)<sup>122</sup>

(7) ผู้รับประโยชน์มีสิทธิดำเนินคดีแทนกองรีท (REITs) โดยสามารถนำคดีขึ้นสู่การพิจารณาของ Court of Chancery ในกรณีที่บุคคลที่มีอำนาจ (persons with authority) ปฏิเสธที่จะดำเนินการดังกล่าว หรือดำเนินการแล้วแต่ไม่สำเร็จ ทั้งนี้ ผู้รับประโยชน์ที่เป็นโจทก์ในการดำเนินคดีแทนกองรีท (REITs) นั้นจะต้องเป็นผู้รับประโยชน์ของกองรีท (REITs) อยู่ในขณะที่มีเหตุการณ์อันเป็นเหตุให้การดำเนินคดีเกิดขึ้น<sup>123</sup>

แต่อย่างไรก็ดี ผู้รับประโยชน์จากกองรีท (REITs) อาจไม่ได้รับสิทธิในการจองซื้อหน่วยรีทที่ออกใหม่ (preemptive right) เว้นแต่จะมีการกำหนดไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument) หรือสัญญาอื่นๆ<sup>124</sup> ซึ่งในกรณีดังกล่าวอาจทำให้ผู้รับประโยชน์ต้องเสียสิทธิ

<sup>118</sup> Section 3805(c) of Delaware statutory trust Act

<sup>119</sup> Section 3805(d) of Delaware statutory trust Act

<sup>120</sup> Section 3805(e) of Delaware statutory trust Act

<sup>121</sup> Section 3805(f) of Delaware statutory trust Act

<sup>122</sup> Section 3805(g) of Delaware statutory trust Act

<sup>123</sup> Section 3816(g) of Delaware statutory trust Act

<sup>124</sup> Section 3805(i) of Delaware statutory trust Act

ในการได้รับส่วนแบ่งจากการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ตามส่วนแบ่งเดิม และอาจสูญเสียอำนาจในการออกเสียงหรือกำหนดทิศทางในการบริหารจัดการกองรีท (REITs) ในกรณีที่มีการประชุมผู้ถือหุ้นรีทได้

อนึ่ง นอกเหนือจากกรณีที่กำลังกล่าวมาข้างต้น Delaware Statutory Trust Act ยังมีบทบัญญัติที่อนุญาตให้กองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวสามารถจดทะเบียนเป็น Investment Company ภายใต้กฎหมาย The Investment Company Act ได้<sup>125</sup> ดังนั้น โดยผลของกฎหมายดังกล่าวจึงทำให้กองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นตาม Delaware Statutory Trust Act ก็สามารถจดทะเบียนเป็น Investment Company ภายใต้กฎหมายดังกล่าวได้เช่นกัน หากเข้าลักษณะตามที่กำหนดภายใต้กฎหมาย The Investment Company Act

### 3.3 ประเทศที่กำหนดให้ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีสถานะเป็นกองทรัสต์ (Pooled Asset) : ประเทศสิงคโปร์

เนื่องจากประเทศสิงคโปร์ เป็นประเทศที่ใช้กฎหมายระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ตามระบบกฎหมายอังกฤษ กฎหมายทรัสต์ของประเทศสิงคโปร์จึงมีพื้นฐานบนหลักการเรื่องทรัสต์ตามกฎหมายของอังกฤษ โดยสิงคโปร์ได้ปรับปรุงกฎหมายหลายฉบับที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ และได้มีการนำหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์เข้ามาใช้กับธุรกรรมในตลาดทุนเพื่อสร้างเครื่องมือทางการเงินสำหรับการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (Singapore Exchange : SGX) โดยเฉพาะในการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ที่เป็นหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือ รีท (REITs) ซึ่งเป็นการจัดโครงสร้างการลงทุนประเภท Collective Investment Scheme และทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trusts)

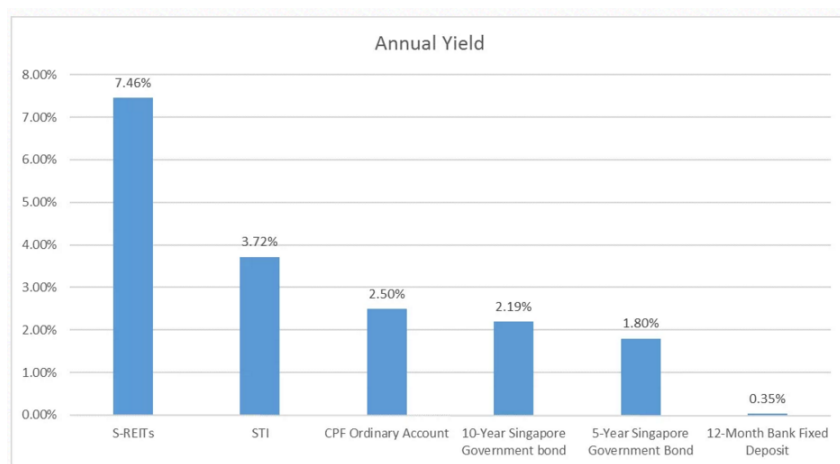
Singapore REITs หรืออาจเรียกสั้นๆ ว่า S-REITs นั้นอยู่ภายใต้กฎหมาย The Securities and Futures Act 2001 โดยจัดตั้งขึ้นเป็นครั้งแรกในปี 2002<sup>126</sup> ภายใต้การกำกับดูแลของ Monetary Authority of Singapore (“MAS”)<sup>127</sup> ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลตลาดการเงิน (Financial Market)

<sup>125</sup> Section 3805(h) of Delaware statutory trust Act

<sup>126</sup> กองรีท (REITs) กองแรกของสิงคโปร์มีชื่อว่า CapitaMall Trust ซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX-ST) เมื่อวันที่ 17 กรกฎาคม 2545 และประสบความสำเร็จอย่างมากในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์

<sup>127</sup> Section 286 of the Securities and Futures Act 2001

ทั้งหมดของประเทศสิงคโปร์<sup>128</sup> โดย S-REITs ของประเทศสิงคโปร์จะจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของทรัสต์และจากการศึกษาพบว่า S-REITs ในประเทศสิงคโปร์มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว และมีการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในทรัพย์สิน (Asset Classes) ประเภทอื่น รายละเอียดปรากฏตามภาพด้านล่าง



ภาพที่ 4 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทน  
ของ S-REITs (เฉลี่ย 35 กอง) กับการลงทุนในทรัพย์สิน (Asset Classes) อื่นๆ ในสิงคโปร์  
(ข้อมูล ณ วันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2559)<sup>129</sup>

ด้วยลักษณะของรีท (REITs) ที่มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยมุ่งเน้นการลงทุนระยะยาวเพื่อสร้างผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอทำให้ S-REITs สามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนสูงกว่าการลงทุนในทรัพย์สิน (Asset Classes) ประเภทอื่น โดยให้ผลตอบแทนสูงสุดเป็นเวลา 5 ปีติดต่อกัน และทำให้ S-REITs ของสิงคโปร์ได้รับความสนใจจากผู้ลงทุน จนกระทั่งประเทศสิงคโปร์กลายเป็นตลาดซื้อขาย REITs ที่ใหญ่เป็นอันดับสองในตลาดเอเชียรองจากประเทศญี่ปุ่น<sup>130</sup> โดยปัจจุบันประเทศสิงคโปร์มีกองรีท (REITs) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ทั้งหมดจำนวน 35 กอง

<sup>128</sup> MAS เป็นหน่วยงานที่จัดตั้งขึ้นตาม the Monetary Authority of Singapore Act 1970 เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสถาบันการเงิน (financial institutions) และองค์กรที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการกำกับดูแลการออกหลักทรัพย์และออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องเพื่อประโยชน์ในการกำกับดูแลตลาดการเงิน (Financial Market) ของประเทศสิงคโปร์

<sup>129</sup> Adam Wong, "Singapore Reits Hit 5-Year High in Distribution Yield Amid Market Slump."

<sup>130</sup> จารุพรรณ อินทรรุ่ง, "คอลัมน์ "ร่วมคิด - ชวนคุย", ทำความรู้จัก Reit ผ่านตลาดสิงคโปร์ "(กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2553).

(ข้อมูล ณ วันที่ 22 กุมภาพันธ์ 2559)<sup>131</sup> และมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capital) รวมมากกว่า 26,000 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์

นอกจากนี้ ยังมีเครื่องมือทางการเงินสำหรับการระดมทุนผ่านตลาดทุนของประเทศสิงคโปร์ อีกรูปแบบหนึ่งที่มีการนำหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์เข้ามาใช้กับธุรกรรมในตลาดทุนก็คือ ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ หรือ Business Trusts ซึ่งมีลักษณะเป็นหน่วยในการประกอบธุรกิจประเภทหนึ่ง (Business enterprises) และมีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) โดยปัจจุบันพบว่า มี Business Trusts ที่จดทะเบียนทั้งหมดจำนวน 22 บริษัท (พิจารณาจาก Company Registration Number) และมีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ทั้งสิ้นจำนวน 17 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 22 กุมภาพันธ์ 2559)

Business Trusts ของประเทศสิงคโปร์นั้นมีการจัดโครงสร้างที่มีลักษณะเป็นการผสมผสาน (hybrid structures) ระหว่างองค์กรธุรกิจที่เป็นบริษัท (companies) และทรัสต์ (trusts) เนื่องจาก Business Trusts ของสิงคโปร์เมื่อได้จดทะเบียนจัดตั้งแล้วจะมี Company Registration Number เช่นเดียวกับบริษัท และสามารถประกอบธุรกิจได้เช่นเดียวกับบริษัททั่วไป แต่ข้อแตกต่างระหว่าง Business Trusts กับบริษัท (company) ก็คือ Business Trusts ของประเทศสิงคโปร์ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย (no separate legal entity)<sup>132</sup> แต่ยังคงก่อตั้งขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust deed) และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ MAS<sup>133</sup> เช่นเดียวกับ S-REITs

### 3.3.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์

กฎหมายหลักของประเทศสิงคโปร์ที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์นั้น อาจพิจารณาจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลและบังคับใช้กฎหมายคือ Monetary Authority of Singapore (“MAS”) ซึ่งมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์จำนวน 3 ฉบับ ได้แก่ (1) The Securities and Futures Act 2001, (2) Business Trust Act 2004 และ (3) The Trust Company Act 2005 และกฎหมายที่อยู่ภายใต้การดูแลของ Ministry of Law คือ The Trustee Act 1967 โดยจะขอล่าวถึงในรายละเอียดต่อไป

<sup>131</sup> Singapore Exchange, "Real Estate Investment Trusts (Reits) Listed on Sgx,"(Singapore Exchange).

<sup>132</sup> "Overview Business Trusts,"(Singapore Exchange).

<sup>133</sup> Section 3 of the Business Trusts Act 2004

## (1) The Securities and Futures Act 2001<sup>134</sup> (“SFA”)

เป็นกฎหมายที่ออกโดย Monetary Authority of Singapore (“MAS”) ซึ่งเป็นหน่วยงานภาครัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแล Financial Institutions ในประเทศสิงคโปร์ตามกฎหมาย The Monetary Authority of Singapore Act 1970 โดย The Securities and Futures Act 2001 ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมล่าสุดเมื่อวันที่ 3 มกราคม 2559 โดยเป็นกฎหมายที่กำหนดลักษณะธุรกรรมที่มีการนำหลักการของทรัสต์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ใน 2 ลักษณะ คือ

### (1.1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรืออริท (REITs)<sup>135</sup>

มีลักษณะเป็นการจัดการทรัพย์สินและดำเนินกิจการในรูปแบบของ Collective Investment Scheme (CIS) ที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์และมีการประกอบธุรกิจที่มุ่งเน้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate) และทรัพย์สินที่เกี่ยวข้อง (real estate-related assets) ซึ่งกำหนดไว้ใน The Code on Collective Investment Schemes<sup>136</sup> (CIS Code) โดยอริท (REITs) จะต้องมีการออกหน่วยริทให้แก่ผู้ลงทุนและจะต้องนำหน่วยริทดังกล่าวมาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) และ

<sup>134</sup> Latest Amendment on 03/01/2016

<sup>135</sup> SECOND SCHEDULE of The Securities and Futures Act 2001

<sup>136</sup> The Monetary Authority of Singapore, “Code on Collective Investment Schemes” (Amendment on 01/01/2016)” [Online] Available from : <http://www.mas.gov.sg/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Funds-Management/Codes/2016/Code-on-Collective-Investment-Schemes.aspx> , [March 20, 2016]

## (1.2) ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ที่เป็นแบบ ทรัสต์ในทางธุรกิจ (Business Trusts)<sup>137</sup>

มีลักษณะเป็นการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ที่มีการจัดโครงสร้าง แบบทรัสต์เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในทางธุรกิจที่มีลักษณะเป็น การผสมผสาน (hybrid structures) ระหว่างองค์กรธุรกิจที่เป็น บริษัท (companies) และทรัสต์ (trusts) โดยมักนำมาใช้จัดการ ทรัพย์สินที่มีมูลค่าสูง หรือมีค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์สูง (depreciation) เช่น เรือเดินทะเล ท่าเรือ อสังหาริมทรัพย์ หรือโครงการ ก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ (infrastructure project) เป็นต้น ซึ่ง Business Trusts นั้นนอกจากจะอยู่ภายใต้ SFA แล้วยังอยู่ภายใต้ หลักเกณฑ์ของกฎหมายเฉพาะคือ Business Trust Act 2004 ด้วย

## (2) Business Trust Act 2004<sup>138</sup>

Business Trust Act 2004 (แก้ไขเพิ่มเติมล่าสุดเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2558) เป็นกฎหมายที่ออกโดย MAS เช่นเดียวกับ The Securities and Futures Act 2001 (“SFA”) โดยเป็น กฎหมายที่มีการประกาศใช้ภายหลัง SFA 2001 เพื่อสร้างทางเลือกของการลงทุนในทรัพย์สิน โดยการจัดตั้งทรัสต์ในรูปแบบใหม่ๆ (new trusts) ขึ้น รวมถึงเพื่อเป็นทางเลือกในการใช้ลักษณะ การจัดโครงสร้างของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ด้วย<sup>139</sup> โดย Business Trust Act 2004 กำหนดให้ Business Trusts ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวจะต้องมีลักษณะดังนี้<sup>140</sup>

(2.1) การจัดตั้ง Business Trusts นั้น จะต้องเป็นการจัดตั้งขึ้นโดยมี วัตถุประสงค์หรือเป็นผลให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) ได้รับสิทธิประโยชน์หรือรายได้ใดๆ ที่ เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นของทรัสต์ และ

(2.2) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) ของ Business Trusts จะไม่มีส่วน เกี่ยวข้องในการบริหารจัดการทรัพย์สินที่เป็นของทรัสต์ในลักษณะ day-to-day control over

<sup>137</sup> Section 2 of The Securities and Futures Act 2001

<sup>138</sup> Latest Amendment on 01/07/2015

<sup>139</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 36.

<sup>140</sup> Section 2 of The Business Trust Act 2004

the management ทั้งนี้ ไม่ว่าผู้ถือหุ้นทรัสต์ (unitholders) จะมีสิทธิในการให้คำปรึกษาหรือกำหนดทิศทางในการบริหารจัดการ Business Trusts หรือไม่

(2.3) ทรัสต์สินที่เป็นของ Business Trusts จะอยู่ภายใต้การบริหารจัดการโดยทรัสต์หรือบุคคลที่ทรัสต์มอบหมาย

(2.4) เงินที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นทรัสต์ (unitholders) รวมถึงกำไรหรือรายได้จากการบริหารจัดการทรัสต์สินของ Business Trusts จะถูกนำมารวมเข้าไว้เพื่อเป็นกองทรัสต์สิน (pooled) ของ Business Trusts เป็นต้น

นอกจากนี้ เพื่อให้เกิดความแน่นอนแก่ทรัสต์สินของกองทรัสต์ Business Trusts จึงต้องกำหนดนโยบายในการลงทุนอย่างใดอย่างหนึ่ง คือ

(ก) การออกหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts จะต้องออกโดยมีลักษณะเฉพาะว่าหน่วยทรัสต์นั้นจะไม่สามารถไถ่ถอนหรือขายคืนให้แก่กองทรัสต์ได้ หรือ

(ข) กำหนดลักษณะการลงทุนของ Business Trusts ว่ามีนโยบายการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate) และทรัสต์สินที่เกี่ยวข้อง (real estate-related assets) ตามที่กำหนดไว้ใน The Code on Collective Investment Schemes โดยต้องมีการนำหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts เข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์



อนึ่ง ในขณะที่การจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ถูกนำมาใช้ในการจัดการทรัสต์สินใน 2 รูปแบบคือ S-REITs และ Business Trusts ซึ่งเป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง 2 ฉบับตามที่กล่าวถึงข้างต้นแล้ว ยังมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ของประเทศสิงคโปร์อีก 2 ฉบับ คือ

### (3) The Trustee Act 1967<sup>141</sup>

The Trustee Act 1967 (แก้ไขเพิ่มเติมล่าสุดเมื่อวันที่ 3 มกราคม 2559) เป็นกฎหมายที่ออกโดย Ministry of Law ของประเทศสิงคโปร์ โดยเป็นกฎหมายที่มีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดบทบาทหน้าที่ของทรัสต์ในการบริหารจัดการกองทรัสต์ นอกเหนือจากขอบเขตการทำหน้าที่ของทรัสต์ที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (Trust Deed) โดยได้มีการแก้ไขเพิ่มเติมเพื่อรองรับความต้องการทางธุรกิจและทำให้กฎหมายดังกล่าวมีความทันสมัยมากขึ้น เพื่อสนับสนุนให้มีการจัดตั้ง

<sup>141</sup> Latest Amendment on 03/01/2016.

ทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์ และดึงดูดให้มีการนำทรัสต์มาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความมั่งคั่ง โดยการจัดให้มีผู้ให้บริการเป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ (trustee services) และกำหนดบทบาทหน้าที่ของทรัสต์บางประการเพื่อสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ที่สนใจจัดตั้งทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์ โดยเฉพาะชาวต่างชาติ เนื่องจาก The Trustee Act ได้กำหนดให้บุคคลใดๆ แม้ว่าจะไม่ใช่คนชาติสิงคโปร์ (Singapore citizen) หรือมีถิ่นที่อยู่ในประเทศสิงคโปร์ (non-Singapore domicile) สามารถจัดตั้งทรัสต์ที่อยู่ภายใต้กฎหมายของสิงคโปร์ โดยมีทรัสต์ที่มีถิ่นที่อยู่ในประเทศสิงคโปร์ได้

โดยที่ The Trustee Act ได้กำหนดหน้าที่ของทรัสต์ไว้ว่า

(1) ในการดำเนินการใดๆ ของทรัสต์นั้น ทรัสต์จะต้องใช้ความรู้ความสามารถและประสบการณ์ของทรัสต์เพื่อบริหารจัดการกองทรัสต์ด้วยความระมัดระวังตามมาตรฐานวิชาชีพที่เหมาะสมในการจัดการกองทรัสต์<sup>142</sup>

(2) กำหนดหลักเกณฑ์มาตรฐานเพื่อการนำทรัพย์สินของกองทรัสต์ไปลงทุน (standard investment criteria) เช่น การนำทรัพย์สินของกองทรัสต์ไปลงทุนนั้น ทรัสต์จะต้องดำเนินการให้เหมาะสมกับลักษณะของกองทรัสต์และต้องคำนึงถึงการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน<sup>143</sup> และ

(3) ทรัสต์จะต้องขอความเห็นหรือคำแนะนำจากผู้มีประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับกิจการที่ทรัสต์จะลงทุนในนามของกองทรัสต์ตามความเหมาะสม ก่อนนำทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ไปลงทุน<sup>144</sup> เป็นต้น

นอกจากนี้ The Trustee Act ยังกำหนดหน้าที่ของทรัสต์ไว้นอกเหนือจากที่กำหนดในสัญญาเพื่อให้เกิดความชัดเจนในการทำหน้าที่ของทรัสต์และเพื่อให้การทำหน้าที่ของทรัสต์ดังกล่าวมีลักษณะที่เป็น professional trustees มากขึ้น

#### (4) The Trust Company Act 2005 <sup>145</sup>

The Trust Company Act 2005 (แก้ไขเพิ่มเติมล่าสุดเมื่อวันที่ 3 มกราคม 2559) เป็นกฎหมายที่ออกโดย MAS เพื่อการกำกับดูแล Trust Companies ซึ่งจัดอยู่ในประเภทของ

<sup>142</sup> Section 3A of The Trustee Act

<sup>143</sup> Section 5(3) of The Trustee Act

<sup>144</sup> Section 6 of The Trustee Act

<sup>145</sup> Latest Amendment on 03/01/2016.



Financial Institutions ที่มีวัตถุประสงค์ในการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ (trust services) เพื่อประโยชน์ในการจัดการลงทุนและการบริการจัดการความมั่งคั่ง (wealth management) เป็นต้น โดยกำหนดให้บริษัทที่ประสงค์จะประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ (trust business)<sup>146</sup> เพื่อให้บริการแก่ผู้ที่มีความประสงค์ที่จะก่อตั้งทรัสต์ขึ้นในประเทศสิงคโปร์และมีลักษณะการให้บริการดังต่อไปนี้ (ไม่ว่ากองทรัสต์นั้นจะอยู่ภายใต้กฎหมายของสิงคโปร์หรือไม่ก็ตาม<sup>147</sup>) จะต้องขอรับอนุญาตจาก MAS ก่อนดำเนินการ

- (1) การให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งทรัสต์ประเภท express trust
- (2) การให้บริการเป็นทรัสต์ของทรัสต์ประเภท Express Trust
- (3) การให้บริการจัดหาบุคคลเพื่อนำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ Express Trust
- (4) การให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการขออนุญาตจัดตั้งทรัสต์ประเภท express trust

ทั้งนี้ ในการพิจารณาอนุญาตให้บริษัทใดสามารถประกอบกิจการที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ (trust business) ได้ นั้น จะพิจารณาจากคุณสมบัติดังนี้

- (1) ผู้ขอรับอนุญาตจะต้องยื่นขออนุญาตด้วยตนเอง โดยจะต้องมีผู้จัดการที่มีประสบการณ์ และเป็นบริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงิน และมีบริษัทแม่ที่มีความมั่นคงทางการเงิน
- (2) มีฐานะทางการเงินที่เป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนด และต้องจัดให้มีการทำประกันความรับผิดตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน The Trust Companies Regulations
- (3) มีระบบการกำกับดูแลกิจการภายในที่มั่นคงและมีกระบวนการที่ชัดเจน
- (4) ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตอย่างเต็มความสามารถ
- (5) สามารถแสดงได้ว่า ผู้ขอรับอนุญาต (ก) เป็นบุคคลที่เหมาะสมและสมควรได้รับการอนุญาตจาก MAS ให้ดำเนินการกิจการที่เกี่ยวข้อง

<sup>146</sup> Section 2 of The Trust Company Act 2005

<sup>147</sup> The Monetary Authority of Singapore, "TRUST COMPANIES ACT (CHAPTER 336), FREQUENTLY ASKED QUESTIONS" [Online] Available from : [http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation\\_guidelines/trust\\_companies/faqs/FAQs\\_TCA\\_revised%203%20May%202013.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/trust_companies/faqs/FAQs_TCA_revised%203%20May%202013.pdf), [March 27, 2016]

กับทรัสต์ (trust business) และ (ข) ผู้มีอำนาจในการบริการกิจการทั้งหมด กรรมการ และผู้จัดการเป็นผู้ที่มีคุณสมบัติที่เหมาะสมในการดำรงตำแหน่งดังกล่าว

อย่างไรก็ดี แม้จะได้รับอนุญาตจาก MAS ให้ประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ (trust business) ภายใต้ The Trust Company Act 2005 แล้วก็ตาม Trust company ก็ยังต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน The Trustees Act ในกรณีที่ Trust company ให้บริการเป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของสิงคโปร์ด้วย<sup>148</sup>

อนึ่ง เนื่องจากขอบเขตของการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มุ่งเน้นที่การศึกษาถึงลักษณะของการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงขออ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน Trust Company Act 2005 และ Trustee Act 1967 เพียงเล็กน้อย โดยอาจมีการอ้างอิงในบางส่วนของการศึกษาซึ่งผู้วิจัยจะขอลำถึงรายละเอียดโดยเฉพาะเมื่อมีการอ้างอิงต่อไป

### 3.3.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศสิงคโปร์

แนวคิดของทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์มีลักษณะดั้งเดิมที่ไม่แตกต่างจากประเทศอังกฤษ กล่าวคือ ทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์เป็นการจัดการทางกฎหมาย (legal arrangement) เมื่อความเป็นเจ้าของทรัพย์สินถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยส่วนแรกเกิดจากการที่บุคคลซึ่งได้รับมอบหมายให้มีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สิน (the trustee) ท่ามกลางผู้ที่มีสิทธิได้รับส่วนแบ่งในผลประโยชน์ที่จะเกิดจากทรัพย์สินนั้น (the beneficiary) ซึ่งเปรียบเสมือนเจ้าของทรัพย์สินอีกส่วนหนึ่ง โดยที่เจ้าของทรัพย์สินเดิม (original owner) ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์จะโอนอำนาจในการจัดการทรัพย์สินทั้งหมดให้แก่ทรัสต์ เพื่อให้เกิดความมั่นใจแก่ผู้รับประโยชน์ว่าผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจที่เกิดจากการบริหารจัดการทรัพย์สินนั้นจะตกได้แก่ผู้รับประโยชน์ ซึ่งผู้ก่อตั้งทรัสต์สามารถกลับมาเป็นผู้รับประโยชน์ในทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ได้ และทรัพย์สินที่จะนำมาจัดตั้งขึ้นเป็นกองทรัสต์นั้น อาจเป็นทรัพย์สินใดๆ ก็ได้ที่มีมูลค่าทางเศรษฐกิจ เช่น อสังหาริมทรัพย์ (real estate) เงินสด (cash) พอร์ตการลงทุน (investment portfolio) ส่วนแบ่งของกิจการ (business shares) เครื่องประดับ (jewelry)

<sup>148</sup> The Monetary Authority of Singapore, "TRUST COMPANIES ACT (CHAPTER 336), FREQUENTLY ASKED QUESTIONS" [Online] Available from : [http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation\\_guidelines/trust\\_companies/faqs/FAQs\\_TCA\\_revised%203%20May%202013.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/legislation_guidelines/trust_companies/faqs/FAQs_TCA_revised%203%20May%202013.pdf), [March 27, 2016]

การสะสมผลงานทางศิลปะ (art collections) หรือทรัพย์สินอื่น ๆ ที่มีมูลค่า เช่น ลิขสิทธิ์ (copyright) หรือสิทธิบัตร (patents) เป็นต้น

อย่างไรก็ดี ตามที่ผู้วิจัยได้กล่าวไว้ข้างต้นว่า แนวคิดของทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์ มีลักษณะดั้งเดิมที่ไม่แตกต่างจากประเทศอังกฤษ โดยกฎหมายทรัสต์ของสิงคโปร์ได้รับหลักการพื้นฐานมาจากหลักกฎหมายทรัสต์ตามคอมมอนลอว์ของอังกฤษ (English common law) แต่ประเทศสิงคโปร์ได้มีการปรับเปลี่ยนและพัฒนากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์โดยการรับเอาแนวคิดและกรอบทางกฎหมายที่เป็นสากลเพื่อนำมากำหนดแนวทางของกฎหมายทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์ ทำให้ปัจจุบันประเทศสิงคโปร์ถือเป็นผู้นำในการนำหลักการของทรัสต์มาใช้ในการจัดโครงสร้างและดำเนินกิจการทางธุรกิจที่มีความหลากหลาย อาทิ Private Family Trusts, Private Trust Companies, Real Estate Investment Trusts และ Business Trusts เป็นต้น และทำให้ทรัสต์ของสิงคโปร์เกิดการพัฒนาขึ้นอย่างรวดเร็วซึ่งมาจากปัจจัยที่สำคัญหลายประการ เช่น (1) การที่ประเทศสิงคโปร์เป็นสถานที่ตั้งของสถาบันการเงินระดับโลกและธุรกิจที่เกี่ยวข้องหลายแห่ง เช่น การให้บริการทางบัญชี (accountancy firms) กฎหมาย (legal firms) และ ผู้ให้คำปรึกษาทางภาษี (tax advisory firms) เป็นต้น (2) นโยบายของประเทศที่ต้องการมีกฎหมายที่ครอบคลุม สามารถสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้ลงทุน และเพื่อดึงดูดผู้สนใจให้เข้ามาลงทุนในประเทศสิงคโปร์ เช่น การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี เพื่อดึงดูดการลงทุน การกำหนดกรอบทางกฎหมายที่ชัดเจน (strong regulatory framework) เพื่อใช้ในการจัดการธุรกิจต่างๆ ที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ (3) นโยบายการตลาดที่เป็นมิตรของประเทศสิงคโปร์และเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่สนับสนุนให้นักลงทุนข้ามชาติ (international investors) ตัดสินใจที่จะเข้ามาลงทุนในสิงคโปร์ เนื่องจากเป็นประเทศที่มีเครื่องมือการลงทุน (investment vehicles) ที่หลากหลาย และ (4) การเติบโตของความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นในประเทศสิงคโปร์ที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ตอบสนองความต้องการของนักลงทุนผ่านการลงทุนที่มีการบริหารจัดการและการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ (trust structures)<sup>149</sup>

ตัวอย่างที่สำคัญประการหนึ่ง que แสดงให้เห็นถึงการเติบโตอย่างรวดเร็วของทรัสต์ในประเทศสิงคโปร์ ก็คือการนำลักษณะการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์มาใช้เพื่อสร้างเครื่องมือทางการเงินเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ที่เรียกว่า Singapore Real Estate Investment Trusts หรือ S-REITs และ Business Trusts โดยจะได้กล่าวถึงในรายละเอียดต่อไป

อย่างไรก็ดี แม้ว่า S-REITs และ Business Trusts ของสิงคโปร์จะมีการเติบโตอย่างมาก เนื่องจากได้รับการสนับสนุนจากนโยบายของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องของประเทศสิงคโปร์

<sup>149</sup> HAWKSFORD SINGAPORE, "Guide to Setting up a Singapore Trust."

เช่น การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี และการอนุญาตให้ทรัสต์ต่างประเทศสามารถจัดตั้งได้ในประเทศสิงคโปร์ (Foreign Trusts) เป็นต้น แต่กฎหมายทรัสต์ของสิงคโปร์ก็ยังไม่มีการรับรองสถานะทางกฎหมาย (Legal entity) ให้แก่กองทรัสต์ โดยเฉพาะการนำทรัสต์มาใช้เพื่อสร้างเครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุน เนื่องจากกฎหมายที่กำหนดลักษณะและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนของสิงคโปร์อย่าง The Securities and Futures Act 2001 ได้กำหนดให้ “entity” หมายความรวมถึง บริษัท (corporation) สมาคมที่ไม่ได้จัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท (unincorporated association) ห้างหุ้นส่วน (partnership) และหน่วยงานของรัฐใดๆ (the government of any state) แต่ไม่รวมถึงทรัสต์<sup>150</sup> และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้ง Business Trusts ก็ไม่ได้บัญญัติรับรองสถานะทางกฎหมายของ Business Trusts ไว้ ทำให้ Business Trusts ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้ Business Trust Act 2004 มีสถานะเป็นกองทรัสต์สิน<sup>151</sup> เช่นเดียวกับ S-REITs

### 3.3.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

เนื่องจากประเทศสิงคโปร์มีการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยอาจจัดตั้งขึ้นใน 2 ลักษณะ คือ (1) การจัดตั้งในรูปแบบของ CIS ที่เรียกว่า S-REITs และ (2) การจัดตั้งในรูปแบบของ Business Trusts และโดยที่การจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 2 รูปแบบ ได้ถูกนำมาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีการระดมทุนผ่านตลาดทุนเช่นเดียวกัน ดังนั้น ในส่วนนี้ผู้วิจัยจึงขอแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนดังนี้ โดยจะขอกล่าวถึงในแต่ละหัวข้อที่จะทำการศึกษาต่อไป

- (1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบ Real Estate Investment Trusts หรือรีท (REITs) และ
- (2) ทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบของ Business Trusts

<sup>150</sup> Section 2 of The Securities and Futures Act 2001 provides that “entity” includes a corporation, an unincorporated association, a partnership and the government of any state, but does not include a trust”

<sup>151</sup> Singapore Exchange, "Overview Business Trusts."

(1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบ Real Estate Investment Trusts หรือรีท (REITs)

เนื่องจาก S-REITs มีลักษณะเป็นการจัดการทรัพย์สินแบบทรัสต์ซึ่งมีหลักการพื้นฐานของการจัดการทรัสต์ในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) และดำเนินกิจการในรูปแบบของ Collective Investment Scheme (“CIS”) ซึ่งการดำเนินกิจการในรูปแบบของ CIS นี้บางกรณีอาจไม่ได้ถูกนำมาใช้เพื่อการก่อตั้งกองรีท (REITs) เสมอไป กล่าวคือ CIS อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อการลงทุนในรูปแบบอื่น เช่น การลงทุนในหลักทรัพย์เรียกว่า (“securities CIS”) ก็ได้ ซึ่งจะมีความแตกต่างจาก CIS ถูกนำมาใช้เพื่อการก่อตั้งกองรีท (REITs) ดังนี้

ตารางที่ 2 เปรียบเทียบ Collective Investment Scheme ของประเทศสิงคโปร์

	Collective Investment Scheme	
	S-REITs	Securities CIS
<b>ลักษณะของ CIS</b>	S-REITs มีลักษณะเป็น closed-end fund ซึ่งไม่มีการซื้อคืนหน่วยลงทุน ดังนั้น ผู้ลงทุนจะขายคืน (redeem) หน่วยลงทุนของ S-REITs ได้โดยการนำมาขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอาจไม่ใช่การซื้อขายบนราคา NAV ก็ได้	Securities CIS มีลักษณะเป็น open-ended investment vehicle โดยผู้จัดการโครงการ (manager) จะมีความรับผิดชอบในการขายหรือรับซื้อคืน (sell or redeem) หน่วยลงทุน (units) ของ Securities CIS ที่ราคา NAV
<b>สินทรัพย์อ้างอิง (underlying assets)</b>	สินทรัพย์อ้างอิงของ S-REITs คือ อสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีสภาพคล่องต่ำ และมีมูลค่าตามลักษณะการใช้งาน อสังหาริมทรัพย์นั้น	สินทรัพย์อ้างอิงของ Securities CIS คือหลักทรัพย์ (Securities) ซึ่งมีสภาพคล่องมากกว่าสินทรัพย์อ้างอิงของ S-REITs
<b>ลักษณะธุรกรรม</b>	S-REITs ส่วนใหญ่ เมื่อตั้งขึ้นและมีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วอาจมีการเข้าทำธุรกรรมกับคู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง (related parties) เนื่องจาก S-REITs มักจะได้รับการสนับสนุน	Securities CIS จะมีลักษณะการทำธุรกรรมโดยการเข้าไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ที่มีโอกาสสร้างผลตอบแทนให้แก่ตน

Collective Investment Scheme	
S-REITs	Securities CIS
(sponsored) โดยบริษัทที่เป็นเจ้าของหรือพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	

สำหรับแนวทางในการจัดตั้ง S-REITs ในรูปแบบของ CIS เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate) หรือทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ (real estate-related assets) ที่ S-REITs อาจลงทุนได้นั้น จะถูกกำหนดไว้ใน The Code on Collective Investment Schemes (“Code on CIS”)<sup>152</sup> ที่ออกโดย MAS ซึ่งกำหนดหลักการครอบคลุมตั้งแต่การขออนุญาตจัดตั้งกองรีท (REITs) ข้อจำกัดการกู้ยืมของกองรีท (REITs) หน้าที่ของทรัสต์ ผู้จัดการกองรีท รวมถึงการส่งรายงานประจำปี (annual report) และกำหนดให้ S-REITs จะต้องมีการออกหน่วยรีทให้แก่ผู้ลงทุนและจะต้องนำหน่วยรีทดังกล่าวมาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ดังนั้น หน่วยรีทในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์จึงมีการซื้อขายกันด้วยราคาตลาด (market prices) เช่นเดียวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ

อย่างไรก็ดี การจัดตั้ง S-REITs นั้น จะต้องได้รับอนุญาตจาก MAS ตาม Section 286 ของ SFA<sup>153</sup> โดยจะมีขั้นตอนในการพิจารณาคุณสมบัติต่างๆ เช่น S-REITs ที่ขอจัดตั้งนั้นมีทรัสต์และผู้จัดการกองรีทที่ได้รับอนุญาตจาก MAS หรือไม่ และได้จัดตั้งขึ้นโดยเป็นไปตามแนวทางที่กำหนดใน Code on CIS หรือไม่ เป็นต้น โดยที่การจัดโครงสร้างแบบ CIS นั้นมี 2 ลักษณะคือ (1) CIS ที่มีการออกหน่วยทรัสต์ (unit trust) หรือ (2) CIS ที่มีการจัดตั้งเป็นบริษัท (company)<sup>154</sup> ซึ่งภายใต้ขอบเขตการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยจึงมุ่งศึกษา S-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างแบบ CIS ที่มีการออกหน่วยทรัสต์ (unit trust) เป็นหลัก โดยทรัพย์สินส่วนใหญ่ที่ S-REITs จะเข้าไปลงทุนนั้น อาจเป็นอสังหาริมทรัพย์ เช่น อาคารสำนักงาน (office) ห้างค้าปลีก (retail) โรงพยาบาล (hospitality) สถาบันสุขภาพ (healthcare) โรงงาน (industrial) และอาคารที่พักอาศัย (residential)

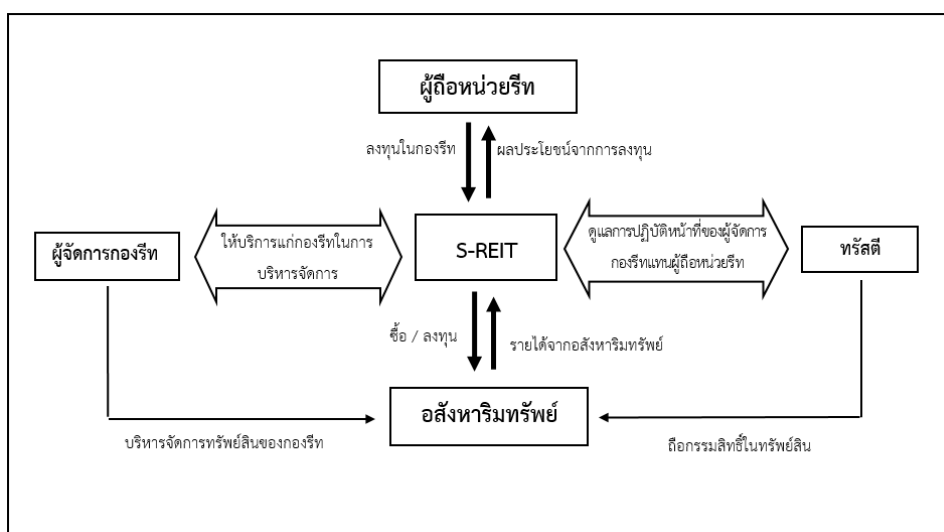
<sup>152</sup> The Monetary Authority of Singapore, “Code on Collective Investment Schemes” (Amendment on 01/01/2016)” [Online] Available from : <http://www.mas.gov.sg/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Funds-Management/Codes/2016/Code-on-Collective-Investment-Schemes.aspx> , [March 20, 2016]

<sup>153</sup> Section 283A. of The Securities and Futures Act 2001

<sup>154</sup>Colin Ng & Partners LLP, "Guide to Reits, Bts and Cis in Singapore."

properties) เช่น โรงแรม หรือเซอร์วิสอพาร์ทเมนท์ เป็นต้น<sup>155</sup> ซึ่งในการจัดโครงสร้างของ S-REITs นั้น จะมีลักษณะการจัดโครงสร้างที่แสดงให้เห็นถึงความเป็นเจ้าของทรัพย์สินหลักหรืออสังหาริมทรัพย์ที่ กองรีท (REITs) ลงทุนได้ใน 2 ลักษณะคือ<sup>156</sup>

(ก) การถืออสังหาริมทรัพย์ที่เป็นทรัพย์สินหลักของกองรีท (REITs) โดยตรง (direct) โดยมีทรัสต์เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์และมีชื่อเป็นเจ้าของอสังหาริมทรัพย์นั้น โดยมี ลักษณะการจัดโครงสร้างของ S-REITs ปรากฏตามภาพด้านล่าง และ



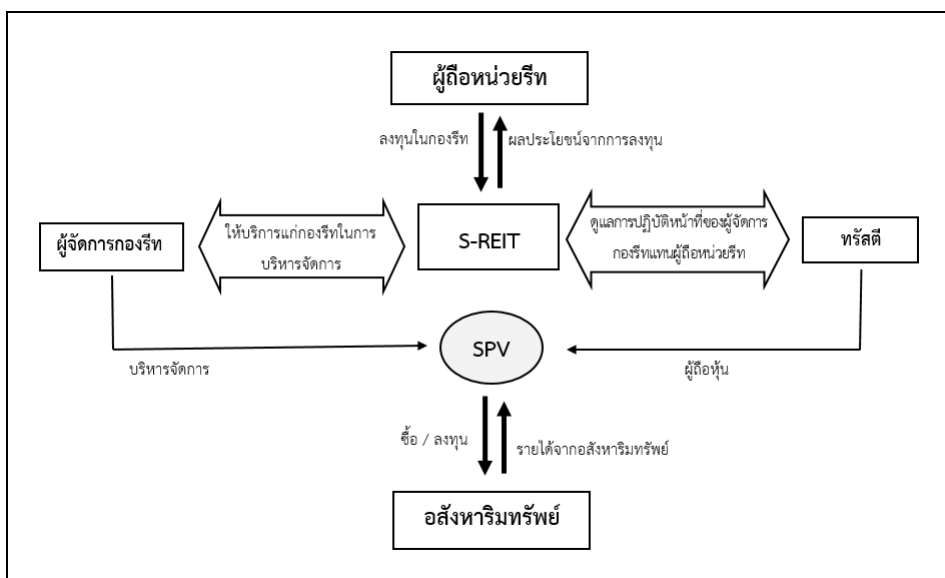
ภาพที่ 5 การจัดโครงสร้างของ S-REIT ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินโดยตรง

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

(ข) การถืออสังหาริมทรัพย์ที่เป็นทรัพย์สินหลักของกองรีท (REITs) โดยทางอ้อม (indirect) ซึ่งเป็นการถือกรรมสิทธิ์ผ่านนิติบุคคลเฉพาะกิจที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (unlisted special purpose vehicle) หรือ SPV โดยมีทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นของ SPV ดังกล่าว โดยมีลักษณะการจัดโครงสร้างของ S-REITs ปรากฏตามภาพด้านล่าง

<sup>155</sup> Adam Wong, "Singapore Reits Hit 5-Year High in Distribution Yield Amid Market Slump."

<sup>156</sup> Appendix 6 (paragraph 6.1 a) of The Code on Collective Investment Schemes



ภาพที่ 6 การจัดโครงสร้างของ S-REIT ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินโดยอ้อม

## (2) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบของ Business Trusts

Business Trusts ของสิงคโปร์เป็นหน่วยการประกอบธุรกิจที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ซึ่งอยู่ภายใต้กฎหมาย Business Trust Act 2004<sup>157</sup> (แก้ไขเพิ่มเติมล่าสุดเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2558) โดยประเทศสิงคโปร์ได้รับแนวคิดของ Business Trusts มาจากประเทศออสเตรเลีย<sup>158</sup> และด้วยผลของการประกาศใช้กฎหมาย Business Trust Act ในปี 2004 ทำให้กองทรัสต์ที่มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์สามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Business Trusts ได้นอกเหนือจากการจัดตั้งเป็น S-REITs โดยกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Business Trusts และมีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้นจะมีความแตกต่างบางประการจากกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของกองรีท (REITs) ซึ่งจะได้กล่าวถึงต่อไป

ภายใต้กฎหมาย Business Trust Act ซึ่งมีผลใช้บังคับในเดือนตุลาคม 2004 กำหนดให้การจัดตั้ง Business Trusts ในประเทศสิงคโปร์จะต้องขอจดทะเบียนเป็น Business Trusts ต่อ MAS<sup>159</sup> และจะต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้

<sup>157</sup> Latest Amendment on 01/07/2015

<sup>158</sup> Business trusts เป็นรูปแบบการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ที่มีการใช้มายาวนานกว่า 100 ปี ในกลุ่มประเทศที่ใช้กฎหมาย Anglo-American เพื่อเป็นทางเลือกในการจัดตั้งองค์กรกิจ โดยพัฒนามาจาก Private Trusts ซึ่งในอดีตถูกนำมาใช้เพื่อหลีกเลี่ยงข้อจำกัดและกฎเกณฑ์บางประการที่ใช้บังคับกับบริษัท

<sup>159</sup> Section 3. of The Business Trust Act 2004



- (1) Business Trusts จะต้องเป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นเพื่อการจัดการเกี่ยวกับทรัพย์สิน และต้องมีลักษณะดังนี้
  - (1.1) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) เข้ามามีส่วนร่วมและรับส่วนแบ่งผลประโยชน์ที่ได้จากการบริหารจัดการทรัพย์สินของ Business Trusts
  - (1.2) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) จะมิได้มีส่วนร่วมในการบริการจัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์แบบ day-today control over the management
  - (1.3) ทรัพย์สินทั้งหมดที่อยู่ภายใต้กองทรัสต์จะต้องถูกบริหารจัดการโดยทรัสต์หรือบุคคลที่ทรัสต์มอบหมาย
  - (1.4) เงินที่ Business Trusts ได้มาจากการระดมทุนผ่านผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) รวมถึงรายได้อื่นใดที่เป็นของ Business Trusts จะต้องนำมาบริหารจัดการแบบกองทรัพย์สิน (pooled)
  - (1.5) มีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังนี้
    - (ก) หน่วยทรัสต์ที่ออกโดย Business Trusts จะต้องเป็นการออกให้แก่บุคคลโดยเฉพาะ (exclusively) หรือเป็นการออกที่ไม่สามารถรับซื้อคืนหน่วยทรัสต์ได้ (primarily non-redeemable) หรือ
    - (ข) Business Trusts มีวัตถุประสงค์โดยมุ่งลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ตามที่กำหนดใน Code on CIS เท่านั้น และจะต้องนำหน่วยทรัสต์ที่ออกดังกล่าวเข้ามาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์
- (2) เป็น Business Trusts ประเภทอื่นๆ ที่ MAS ประกาศกำหนด

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า Business Trusts ของประเทศสิงคโปร์ถูกนำมาใช้ในลักษณะที่คล้ายกับ closed-end investment funds โดยสามารถลงทุนในทรัพย์สินได้อย่างหลากหลาย และด้วยลักษณะการจัดโครงสร้างที่มีความผสมผสานระหว่างการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์และ

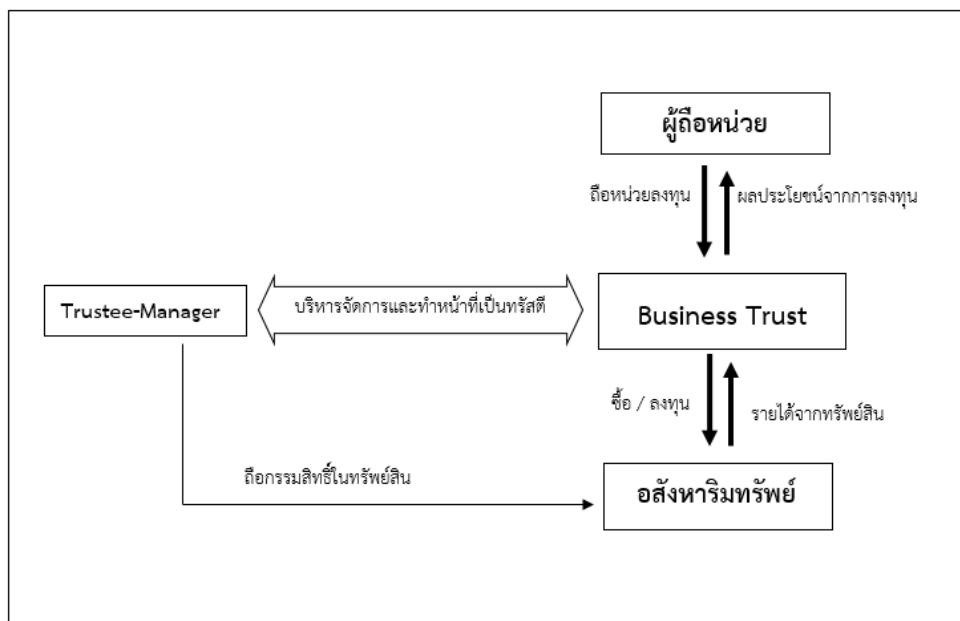
บริษัท (company) ทำให้ Business Trusts ถูกนำมาใช้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรองรับการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเชิงรุก (active business operations) โดยยังคงลักษณะของทรัสต์แบบดั้งเดิมที่มีรูปแบบการจัดการในลักษณะที่เป็นกองทรัพย์สิน (pooled) ในขณะที่ S-REITs ซึ่งมีการจัดโครงสร้างแบบ CIS มักถูกนำมาใช้ในลักษณะที่เป็นการดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างผลตอบแทนที่มีความต่อเนื่อง (passive) ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์ของการจัดตั้งรีท (REITs) แบบดั้งเดิมที่เป็น passive real estate investment funds<sup>160</sup>

นอกจากนี้ Business Trusts ที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จะต้องมีการออกหน่วยทรัสต์เพื่อนำมาจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ (SGX) ซึ่งเป็นการสร้างทางเลือกให้แก่ผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทางอ้อมให้สามารถเลือกรูปแบบเครื่องมือทางการเงินที่เหมาะสมกับลักษณะการประกอบธุรกิจที่ตนสนใจได้

ทั้งนี้ ลักษณะการจัดโครงสร้างของ Business Trusts ภายใต้ Business Trust Act 2004 จะแตกต่างจากโครงสร้างของ S-REITs โดย Business Trusts จะมีลักษณะการจัดการที่เรียกว่า single responsible entity model โดยมีบุคคลที่เรียกว่า trustee-manager ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ Business Trusts และเป็นผู้จัดการกองทรัสต์ในขณะเดียวกันซึ่งจะแตกต่างจากการจัดโครงสร้างของ S-REITs ที่ใช้ dual-responsible entity model โดยมีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างทรัสต์กับผู้จัดการกองรีทออกจากกันเพราะถือว่าทรัสต์กับผู้จัดการกองรีทต่างมีหน้าที่การทำงานที่ต่างกันซึ่งมีผลทำให้ในบางครั้งก็เกิดการทับซ้อนกันอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ระหว่างการทำหน้าที่ของทรัสต์กับผู้จัดการกองรีทในกรณีของ S-REITs

โดยลักษณะการจัดโครงสร้างของ Business Trusts ปรากฏตามภาพ

<sup>160</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 58



ภาพที่ 7 การจัดโครงสร้างของ Business Trusts

อย่างไรก็ดี แม้ว่า Business Trusts จะมีความคล้ายคลึงกับบริษัท (Company) เมื่อพิจารณาในแง่ของโครงสร้างการดำเนินการ แต่โดยรูปแบบการจัดโครงสร้างของทรัสต์ทำให้ Business Trusts มีความเหมือนและแตกต่างจากองค์กรธุรกิจที่เป็นบริษัท โดยสามารถสรุปได้ดังนี้<sup>161</sup>

ตารางที่ 3 สรุปเปรียบเทียบ Business Trusts กับบริษัท (Company)

ความเหมือน/ แตกต่าง	Business Trusts	Company
กฎหมายที่กำกับดูแล	อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมาย Business Trusts Act และ Securities and Futures Act	อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมาย Corporations Act และ Securities and Futures Act
ลักษณะการประกอบธุรกิจ	มีลักษณะการประกอบธุรกิจเชิงรุกที่เน้นการแข่งขันทางธุรกิจ	มีลักษณะการประกอบธุรกิจเชิงรุกที่เน้นการแข่งขันทางธุรกิจ

<sup>161</sup> Colin Ng & Partners LLP, "Guide to Reits, Bts and Cis in Singapore."

ความเหมือน/ แตกต่าง	Business Trusts	Company
	(Operates as a business enterprise)	(Operates as a business enterprise)
สถานะทางกฎหมาย	เป็นหน่วยการประกอบธุรกิจที่ไม่เป็นนิติบุคคล (ไม่มีสถานะทางกฎหมาย) โดยมีการจัดการในรูปแบบกองทรัสต์สิน (pooled)	เป็นนิติบุคคลแยกต่างจากผู้ถือหุ้นของบริษัท
การจัดตั้ง	จัดตั้งขึ้นโดยตราสารที่เรียกว่า สัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed)	เกิดจากการรวมเข้าเป็นบริษัท (incorporation) โดยมีวัตถุประสงค์ตามที่กำหนดในหนังสือบริคณห์สนธิและข้อบังคับของบริษัท
ลักษณะการระดมทุน	ผู้ลงทุนสามารถลงทุนใน Business Trusts ได้ โดยการซื้อหน่วยทรัสต์ที่ออกโดย Business Trusts	ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในบริษัทได้ โดยการเข้าถือหุ้นของบริษัท
การจ่ายสิทธิประโยชน์	ผู้ถือหุ้นทรัสต์อาจได้รับสิทธิประโยชน์ที่ได้จากกระแสเงินสดที่ Business Trusts ได้รับ	ผู้ถือหุ้นอาจได้รับส่วนแบ่งกำไรที่เป็นเงินปันผลซึ่งจ่ายจากเงินที่เป็นกำไรของกิจการเท่านั้น

### 3.3.4 การทำธุรกรรมของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

#### (1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบ Real Estate Investment Trusts หรือรีท (REITs)

โดยที่กองรีท (REITs) มีลักษณะการดำเนินธุรกิจที่มีการระดมเงินทุนจากผู้ลงทุนที่มีความสนใจลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยการออกและเสนอขายหน่วยรีทแก่ผู้ลงทุนที่สนใจ ซึ่งเมื่อผู้ลงทุนนำเงินมาลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ผ่านการซื้อหน่วยรีทแล้ว เงินดังกล่าวจะถูกนำเข้ามารวมเป็นส่วนหนึ่งของทรัสต์สินของกองรีท (REITs) โดยมีผู้จัดการกองรีท (REITs manager)

ทำหน้าที่นำเงินทูลงดังกล่าวไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่น ทั้งนี้ ไม่ว่าการลงทุนดังกล่าว จะเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือทรัพย์สินที่อยู่ในประเทศหรือต่างประเทศก็ตาม ตามนโยบาย การลงทุนของรีท (REITs) ที่ระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) และหนังสือชี้ชวนเสนอขาย หน่วยรีท และเมื่อมีผลประโยชน์เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการทรัพย์สิน<sup>162</sup> ผู้จัดการกองรีท (REITs manager) ก็จะนำผลประโยชน์ดังกล่าวไปจัดสรรเพื่อเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนต่อไป

สำหรับอสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) สามารถลงทุนได้นั้น อาจเป็นได้ทั้ง 1) การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อให้ได้ซึ่งกรรมสิทธิ์ (freehold) และ 2) การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพื่อการได้มาซึ่งสิทธิครอบครอง (leasehold) อย่างไรก็ดี เนื่องจากลักษณะการลงทุนของกองรีท (REITs) ที่มุ่งเน้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อสร้างผลตอบแทนอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น Code on CIS จึงกำหนดให้รีท (REITs) จะต้องมีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ภายใต้เงื่อนไขดังนี้<sup>163</sup>

- (1) รีท (REITs) จะต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ (income-producing real estate) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของมูลค่า ทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) และ
- (2) รีท (REITs) ต้องไม่ดำเนินการใดๆ ที่มุ่งเน้นการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เว้นแต่อสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นของกองรีท (REITs) และไม่ควรลงทุนใน บริษัทที่ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ เว้นแต่ เป็นกรณีที่รีท (REITs) มีความประสงค์ที่จะเข้าถือ อสังหาริมทรัพย์นั้นภายหลังเมื่อการพัฒนาแล้วเสร็จ
- (3) รีท (REITs) จะต้องไม่เข้าลงทุนในที่ดินว่างเปล่า (vacant land) หรือที่ดิน ที่ติดภาระผูกพัน เช่น การจำนอง (เว้นแต่กรณี mortgage-backed securities) อย่างไรก็ดี ข้อจำกัดดังกล่าวไม่ได้ห้ามรีท (REITs) ลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์โดยการพัฒนาสิ่งปลูกสร้างหรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จบนที่ดินว่างเปล่า (vacant land) นั้น

<sup>162</sup> Appendix 6 (paragraph 7.2) of The Code on Collective Investment Schemes กำหนดว่า “รายได้หลักของกองรีท (REITs) ควรมาจากรายได้ที่เป็นค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) ลงทุน รวมถึงดอกเบี้ย เงินปันผล หรือรายได้ในรูปแบบอื่นที่มี ลักษณะเช่นเดียวกันจาก SPVs หรือการลงทุนที่ได้รับอนุญาตอื่น ทั้งนี้ กองรีท (REITs) ควรมีรายได้จากการลงทุนในทรัพย์สินอื่นไม่เกิน 10% ของรายได้ทั้งหมดของกองรีท (REITs)”

<sup>163</sup> Appendix 6 (paragraph 7) of The Code on Collective Investment Schemes

- (4) มูลค่าโดยรวมตามสัญญาในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์หรือการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จจะต้องไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) เว้นแต่ในกรณีที่มีความคาดเคลื่อนของงบประมาณที่ใช้ในการก่อสร้างหรือพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้นแต่ต้องไม่เกินร้อยละ 15 ของมูลค่าทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) และต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหน่วยรีท (participants)

นอกจากนี้ ยังมีทรัพย์สินประเภทอื่นๆ ที่รีท (REITs) สามารถลงทุนได้ เช่น การลงทุนในทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ การลงทุนในตราสารหนี้ (ไม่ว่าจะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่) การลงทุนในหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (ไม่ว่าจะเป็นบริษัทที่จัดตั้งในประเทศสิงคโปร์หรือบริษัทต่างประเทศก็ตาม รวมถึงการลงทุนในเงินสด (cash) หรือสิ่งเทียบเท่าเงินสด (cash equivalent items) เป็นต้น<sup>164</sup>

อนึ่ง สำหรับการทำธุรกรรมของกองรีท (REITs) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในการบริหารจัดการกองรีท (REITs) นั้น อยู่ภายใต้หลักการที่กำหนดใน Code on CIS<sup>165</sup> ซึ่งกำหนดให้ กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงิน (รวมถึงการรับประกัน (guarantees) การออกตราสารหนี้ (bonds)<sup>166</sup> ตั๋วสัญญาใช้เงิน (notes) การกู้เงินจากกลุ่มธนาคาร (syndicated loans) การกู้จากคู่ค้า (bilateral loans) และอื่นๆ) โดยอาจนำทรัพย์สินของกองรีท (REITs) มาใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินได้ ทั้งนี้ การกู้ยืมเงินดังกล่าวจะสามารถทำได้ไม่เกินร้อยละ 45 ของมูลค่าทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) และในกรณีที่เป็นการกู้ยืมเงินเพื่อนำไปใช้ในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ใหม่ การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) เพื่อเป็นฐานในการพิจารณาการกู้ยืมเงินนั้น อาจนำมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ใหม่ที่กองรีท (REITs) จะซื้อมารวมคำนวณเข้าเป็นมูลค่าทรัพย์สินรวม (deposited property) ของกองรีท (REITs) ได้ ภายใต้หลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนด<sup>167</sup>

<sup>164</sup> Appendix 6 (paragraph 6.1) of The Code on Collective Investment Schemes

<sup>165</sup> Appendix 6 (paragraph 9) of The Code on Collective Investment Schemes

<sup>166</sup> กรณีที่เป็นการออกตราสารหนี้ที่ออกโดย SPVs

<sup>167</sup> Appendix 6 (paragraph 9.3) of The Code on Collective Investment Schemes

## (2) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบของ Business Trusts

เนื่องจากลักษณะของ Business Trusts ที่มีความคล้ายคลึงกับบริษัท (company) แต่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ ทำให้ Business Trusts มีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้เพื่อดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเชิงรุก (active business operations) ดังนั้น Business Trusts จึงถูกนำมาใช้อย่างกว้างขวางในธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง (high levels of capital investment) และต้องเป็นกิจการที่มีกระแสเงินสดค่อนข้างดี (strong cash flows) เช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (real estate investment funds) ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสาธารณูปโภค (utilities sector) และโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure) หรือธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน (asset-backed businesses) ตัวอย่างเช่น การสร้างถนนหรือทางด่วนที่มีการเรียกเก็บค่าผ่านทาง (toll road) หรือการก่อสร้างท่าเรือเอกชน (ship-owning business) เป็นต้น

ดังนั้น กระแสเงินสดของ Business Trusts จึงมีความสำคัญต่อประเภทธุรกิจที่ Business Trusts จะเข้าไปลงทุน ประกอบกับลักษณะธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูงทำให้ Business Trusts สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่เป็นการกู้ยืมได้โดยไม่มีข้อจำกัดการกู้ยืมเงินเหมือนในกรณีของ S-REITs และไม่มีข้อจำกัดในการประกอบธุรกิจว่า Business Trusts จะต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักเหมือนกรณีของ S-REITs

เมื่อพิจารณาจากลักษณะดังกล่าว ทำให้พบว่าการทำธุรกรรมใดๆ ของ Business Trusts จึงมีความเหมือนและความแตกต่างจาก S-REITs โดยสามารถสรุปได้ดังนี้

### ตารางที่ 4 สรุปเปรียบเทียบ Business Trusts กับ S-REITs

ความเหมือน/ แตกต่าง	Business Trusts	S-REITs
กฎหมายที่กำกับดูแล	อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมาย Business Trusts Act และ Securities and Futures Act	อยู่ภายใต้การกำกับดูแลตามกฎหมาย Corporations Act และ The Code on Collective Investment Schemes
การจดทะเบียน	ต้องยื่นคำขอจดทะเบียนจัดตั้งต่อ MAS เพื่อออก Company Registration Number	ไม่ต้องยื่นคำขอจดทะเบียนจัดตั้ง แต่ต้องขออนุญาตจัดตั้ง S-REITs ต่อ MAS

ความเหมือน/ แตกต่าง	Business Trusts	S-REITs
การจัดตั้ง	จัดตั้งขึ้นโดยตราสารที่เรียกว่าสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed)	
สถานะทางกฎหมาย	เป็นหน่วยการประกอบธุรกิจที่ไม่เป็นนิติบุคคล (ไม่มีสถานะทางกฎหมาย) โดยมีการจัดการในรูปแบบกองทรัสต์สิน (pooled)	
ลักษณะการประกอบธุรกิจ	มีลักษณะการประกอบธุรกิจซึ่งเน้นการประกอบธุรกิจเชิงรุกที่มีการแข่งขันทางธุรกิจ (Operates as a business enterprise)	มีลักษณะการประกอบธุรกิจแบบ passive investment vehicle เน้นการสร้างผลตอบแทนอย่างต่อเนื่อง
ข้อจำกัดในการประกอบธุรกิจ	ไม่มีข้อจำกัดในการประกอบธุรกิจ	ถูกจำกัดการประกอบธุรกิจโดยจะต้องลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น และมีข้อจำกัดการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์บางประเภทตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดใน Code on CIS
การจัดการทรัสต์สิน	ทรัสต์สินของ Business Trusts อาจถูกใช้ในการประกอบธุรกิจที่มีการแข่งขัน (actively undertake business operations) เช่น ทรัสต์สินของ Business Trusts อาจถูกนำมาใช้เพื่อการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ การบริหารจัดการทรัสต์สิน (management of properties) หรือการระดมทุน เป็นต้น	ด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่เน้นการสร้างผลตอบแทนอย่างต่อเนื่อง ทรัสต์สินของ S-REITs จึงถูกใช้เพื่อหาประโยชน์จากรายได้ ซึ่งส่วนใหญ่มักเป็นรายได้จากการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ของกองรีท (REITs)



ความเหมือน/ แตกต่าง	Business Trusts	S-REITs
ข้อจำกัด การกู้ยืมเงิน	ไม่มีข้อจำกัดการกู้ยืมเงิน (no gearing limit)	ถูกจำกัดการกู้ยืมเงินตามหลักเกณฑ์ และเงื่อนไขที่กำหนดใน Code on CIS
บุคคลที่รับผิดชอบ ในการจัดการ ทรัพย์สิน	มี trustee-manager ซึ่งเป็นบุคคล เดียวกัน เป็นผู้รับผิดชอบในการ จัดการทรัพย์สิน ซึ่งเป็นรูปแบบ การจัดการทรัพย์สินแบบ Single responsible entity	ผู้จัดการกองรีทเป็นผู้รับผิดชอบใน การบริหารจัดการทรัพย์สินของ S-REITs โดยมีทรัสต์ที่เป็นอิสระ ทำหน้าที่กำกับดูแลการทำหน้าที่ ของผู้จัดการกองรีท
การจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์	จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือไม่ก็ได้ แต่ในกรณีที่ Business Trusts เน้นการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์เป็นหลักจะต้องนำ หน่วยทรัสต์มาจดทะเบียนซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์	S-REITs จะจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ก็ได้ แต่ปัจจุบัน S-REITs ทั้งหมดได้ จดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขาย หน่วยรีทในตลาดหลักทรัพย์

### 3.3.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

#### (1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบ Real Estate

##### Investment Trusts หรือรีท (REITs)

เนื่องจาก S-REITs ไม่มีสภาพนิติบุคคลตามกฎหมาย (Legal Entity) ดังนั้น  
ทรัพย์สินของ S-REITs จึงมีทรัสต์เป็นผู้มีชื่อในฐานะที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิในทรัพย์สิน  
(Legal Ownership) ของ S-REITs ในทางกฎหมาย โดยทรัสต์จะต้องถือกรรมสิทธิในทรัพย์สินของ  
กองรีท (REITs) เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยรีท (unitholder) และกระทำการใดๆ เพื่อประโยชน์  
สูงสุดของผู้ถือหน่วยรีท (unitholder) ตามที่กำหนดใน Trust deed ซึ่งเป็นหน้าที่ของทรัสต์ตาม  
หลักกฎหมายทรัสต์แบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ของอังกฤษ นอกจากนี้ The Code on

Collective Investment Schemes (“Code on CIS”) ยังกำหนดให้ทรัสต์จะต้องได้รับอนุญาตจาก MAS ในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ S-REITs<sup>168</sup> และจะต้องมีคุณสมบัติดังนี้

- (1) ทรัสต์ของ S-REITs จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัด (public company) ที่ฐานะทางการเงิน (financial requirements) และมีคุณสมบัติอื่นใดตามที่ MAS กำหนด
- (2) ทรัสต์ของ S-REITs จะต้องไม่เป็นบุคคลเดียวกันกับผู้จัดการกองรีท และจะต้องมีความเป็นอิสระจากผู้จัดการกองรีท<sup>169</sup> โดย Code on CIS ได้ระบุถึงลักษณะที่ทำให้ทรัสต์อาจถูกมองว่าขาดความเป็นอิสระจากผู้จัดการกองรีท หากว่ามีบุคคลใดๆ ถือหุ้นหรือมีสิทธิออกเสียงในกิจการ หรือมีส่วนแบ่งในกิจการในสัดส่วนตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไปในกิจการของทรัสต์และยังมีสิทธิได้รับส่วนแบ่งผลประโยชน์หรือถือหุ้นหรือมีสิทธิออกเสียงตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไปในกิจการของผู้จัดการกองรีท<sup>170</sup>

นอกจากนี้บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์ในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ S-REITs ยังรวมถึงการกำกับดูแลกิจการของกองรีท (REITs) ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการจัดตั้ง และปฏิบัติหน้าที่ดูแลและตรวจสอบ (due care and diligence) การดำเนินกิจการของกองรีท (REITs) ให้สอดคล้องกับหลักการที่กำหนดใน SFA เช่น ทรัสต์จะต้องกระทำการใดๆ ในฐานะทรัสต์ของกองรีท (REITs) ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และเมื่อมีกรณีที่ประโยชน์ของทรัสต์ขัดหรือแย้งกับประโยชน์ของผู้ถือหน่วยรีท (conflict of interest) ทรัสต์จะต้องดำเนินการใดๆ เพื่อรักษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) เป็นสำคัญ ตลอดจนดูแลและเก็บรักษาทรัพย์สินที่เป็นของกองรีท (REITs) โดยแยกต่างหากจากทรัพย์สินของทรัสต์และของลูกค้ารายอื่นของทรัสต์ รวมถึงการจัดทำบัญชีรายการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) และรายงานให้ผู้ถือหน่วยรีททราบ

อนึ่ง ในปี 2005 MAS ได้มีการทบทวนหลักเกณฑ์ที่มุ่งเน้นการพัฒนา S-REITs ในสิงคโปร์ และนำมาสู่การกำหนดบทบาทหน้าที่ของทรัสต์เพิ่มเติม โดยเฉพาะอย่างยิ่งการจัดทำบัญชีแยกต่างหากระหว่างบัญชีทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับบัญชีเจ้าของหลักทรัพย์ (ownership of securities) และปรับปรุงหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่ของทรัสต์ในส่วนที่เกี่ยวกับการดำเนิน

<sup>168</sup> Section 289 (1) of The Securities and Futures Act 2001, provides that “The Authority may, upon an application made to the Authority in such form and manner as may be prescribed by regulations made under section 341, approve a public company to act as a trustee for collective investment schemes...”

<sup>169</sup> Chapter 2.1 The Code on Collective Investment Schemes

<sup>170</sup> Section 4(4) and (5) of The Securities and Futures Act 2001

กิจการของกองรีท (REITs) เช่น การกำหนดชื่อของกองรีทเพื่อให้สอดคล้องกับทรัพย์สินที่กองรีท (REITs) เป็นเจ้าของ การตรวจสอบมูลค่าตามราคาตลาดของกองรีท (REITs) ตรวจสอบการเข้าทำสัญญาต่างๆ ในนามกองรีท (REITs) ของผู้จัดการกองรีท เพื่อป้องกันมิให้มีการทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายวิสาหกิจ<sup>171</sup> และการจัดให้มีการทำประกันภัยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับตัวทรัพย์สินและบุคคลภายนอกอันเนื่องมาจากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อย่างเพียงพอ เป็นต้น ทั้งนี้ในส่วนของการรับผิดชอบของทรัสต์นั้น ได้มีการกำหนดว่าทรัสต์ของ S-REITs ประเภท CIS นี้ไม่อาจจำกัดความรับผิดของตนในกรณีที่ทรัสต์ละเว้นการปฏิบัติหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนดได้ เว้นแต่จะได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นรายวิสาหกิจ (participants) ภายใต้อำนาจการณีกฎที่กำหนด

## (2) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบของ Business Trusts

ด้วยลักษณะที่สำคัญประการหนึ่งของ Business Trusts ที่แตกต่างจาก S-REITs ก็คือบทบาทและการทำหน้าที่ของทรัสต์ เนื่องจากรูปแบบการจัดการทรัพย์สินของ Business Trusts ที่ใช้รูปแบบ single responsible entity model ที่รับมาจากประเทศออสเตรเลีย<sup>172</sup> โดยมีทรัสต์และผู้จัดการกองทรัสต์ที่เป็นบุคคลเดียวกันเพื่อให้ง่ายต่อการบริหารจัดการ Business Trusts ที่เน้นการประกอบธุรกิจเชิงรุก ซึ่งอาจเป็นเรื่องยากแก่ทรัสต์ในการที่จะต้องคอยตรวจสอบการตัดสินใจของผู้จัดการกองทรัสต์ในการบริการจัดการทรัพย์สินของ Business Trusts ที่เป็นการตัดสินใจในลักษณะที่เป็น day-to-day basis เพื่อบริหารความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจซึ่งคล้ายกับการจัดการในรูปแบบของบริษัท และในกรณีที่มีความรับผิดที่เป็นการละเมิดต่อทรัสต์ (breach of trust) เกิดขึ้น การใช้รูปแบบ dual-responsible entity model ที่ใช้กับ S-REITs ซึ่งมีการจัดโครงสร้างแบบ CIS ก็อาจเป็นการยากที่จะแบ่งแยกความรับผิดระหว่างทรัสต์กับผู้จัดการกองรีท ออกจากกันได้

อย่างไรก็ดี เช่นเดียวกับทรัสต์ประเภทอื่นๆ กล่าวคือ Business Trusts ถูกก่อตั้งขึ้นโดยสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) และมี trustee-manager เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ (legal ownership) ในทรัพย์สินที่เป็นของ Business Trusts และมีหน้าที่บริหารจัดการทรัพย์สินของ Business Trusts เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายวิสาหกิจทรัสต์ซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์ (beneficiaries)

<sup>171</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 49

<sup>172</sup> The Monetary Authority of Singapore, "Consultation Paper on Regulation of Business Trusts" (10 December 2003) [Online] Available from :

[http://www.mas.gov.sg/~media/resource/publications/consult\\_papers/2003/Regulation%20of%20BT\\_Consultation%20Paper.pdf](http://www.mas.gov.sg/~media/resource/publications/consult_papers/2003/Regulation%20of%20BT_Consultation%20Paper.pdf), [March 26, 2016], at para 7, p 9

จากทรัพย์สินของ Business Trusts อันเป็นหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ตามหลักการพื้นฐานของกฎหมายทรัสต์ที่ใช้ในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law)

สำหรับ Business Trusts หน้าที่และความรับผิดชอบของ trustee-manager เริ่มตั้งแต่การยื่นคำขอจดทะเบียน Business Trusts ต่อ MAS โดย Business Trusts Act 2004 กำหนดให้ Trustee-manager ของ Business Trusts จะต้องเป็นบริษัท (company) และไม่มี การประกอบธุรกิจอื่น<sup>173</sup> เว้นแต่เป็นการบริการจัดการทรัพย์สินของ Business Trusts ที่ตนเป็น Trustee-manager ซึ่งจะต้องดำเนินการให้เป็นไปตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) และเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด<sup>174</sup> ดังนี้

- (1) Trustee-manager จะต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต ใช้ความรอบคอบระมัดระวังเพื่อการปฏิบัติหน้าที่ Trustee-manager ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดและตามที่ระบุไว้ในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) ตลอดระยะเวลาที่เป็น Trustee-manager ของ Business Trusts
- (2) Trustee-manager ต้องดำเนินการดังนี้
  - (2.1) กระทำการใดๆ เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหน่วยทรัสต์ทั้งหมด
  - (2.2) ให้ความสำคัญแก่ประโยชน์ของผู้ถือหน่วยทรัสต์เป็นอันดับแรก ในกรณีที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างประโยชน์ของ Trustee-manager กับประโยชน์ของผู้ถือหน่วยทรัสต์
- (3) Trustee-manager จะต้องไม่ดำเนินการใดๆ ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือ ทางอ้อม ที่เป็นการนำข้อมูลที่ได้รับจากการทำหน้าที่เป็น Trustee-manager ของ Business Trusts ไปใช้เพื่อหาประโยชน์อันมีลักษณะที่ ทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ ทั้งนี้ ไม่ว่าจะการใช้ข้อมูลนั้น จะนำไปเพื่อประโยชน์ของทรัสต์เองหรือประโยชน์ของบุคคลอื่นก็ตาม
- (4) Trustee-manager ต้องถือทรัพย์สินของ Business Trusts เพื่อ ผู้ถือหน่วยทรัสต์ซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์ ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไข ที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed)

<sup>173</sup> Section 6 of The Business Trusts 2004

<sup>174</sup> Section 10 of The Business Trusts 2004

- (5) ในกรณีที่ Trustee-manager กระทบการใดอันเป็นการขัดขวางต่อหน้าที่ ตามที่กำหนดใน (1) (2) (3) หรือ (4) Trustee-manager จะต้องรับผิดชอบ ต่อผู้ถือหุ้นทรัสต์ทั้งหมด สำหรับการขาดกำไรหรือรายได้ที่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ อาจได้รับไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม หรือต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นแก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ อันเป็นผลมาจากการกระทำใดๆ ที่เป็น การขัดขวางต่อหน้าที่ดังกล่าว
- (6) ปฏิบัติหน้าที่อื่นๆ ตามที่ MAS กำหนด ภายใต้ขอบเขตการทำหน้าที่เป็น Trustee-manager ของ Business Trusts

ทั้งนี้ ในกรณีที่ Trustee-manager ของ Business Trusts กระทบการใดๆ ที่เป็นการขัดต่อหลักการที่กำหนดใน Business Trusts Act แล้ว Trustee-manager จะต้องรับผิดชอบต่อ การกระทำดังกล่าวและต้องระวางโทษปรับตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กฎหมายกำหนด นอกจากนี้ กรรมการ พนักงาน หรือตัวแทนของ Trustee-manager ก็อาจจะต้องรับโทษทางอาญา ในกรณีที่ปฏิบัติหน้าที่โดยฝ่าฝืนต่อ Business Trusts Act ด้วย

### 3.3.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์

#### (1) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบ Real Estate Investment Trusts หรืออริท (REITs)

สืบเนื่องจากการทบทวนหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ S-REITs ในปี 2005 MAS ก็ได้ กำหนดแนวทางที่มุ่งเน้นการพัฒนา S-REITs ในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งหลักประการหนึ่งคือการแบ่งแยก ให้ชัดเจนระหว่างประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอริท (unitholders) กับผู้จัดการกองอริท<sup>175</sup> ซึ่งรวมถึง การกำหนดกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ (corporate governance practices) ของกองอริท (REITs) เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอริท (unitholders) ในฐานะที่เป็น ผู้รับประโยชน์ (beneficiaries) เช่น

- (1) กำหนดให้ผู้ถือหุ้นอริท (unitholders) อย่างน้อย 50 ราย หรือจำนวน ผู้ถือหุ้นอริท (unitholders) คิดเป็นสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนหน่วยอริทที่ออก

<sup>175</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 45-46.

และมีการเสนอขาย สามารถเรียกประชุมเพื่อสอบถามถึงการตัดสินใจดำเนินกิจการต่างๆ ของผู้จัดการกองรีทได้

(2) ผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) อาจถอนถอนผู้จัดการกองรีทได้หากได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) รายอื่นคิดเป็นสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) ที่มาประชุมและออกเสียงลงคะแนน โดยไม่มีผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) คนใดแสดงเจตนาไม่ใช้สิทธิ

(3) ผู้จัดการกองรีทต้องเปิดเผยรายละเอียดการได้มาซึ่งทรัพย์สิน รวมถึงค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการดังกล่าว และในกรณีที่มีการคาดการณ์กำไรหรือผลตอบแทนจากทรัพย์สิน ผู้จัดการกองรีทจะต้องแสดงรายละเอียดของโอกาสในการสร้างผลตอบแทนและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของทรัพย์สินนั้น

(4) ในกรณีที่มีการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ผู้จัดการกองรีทต้องเปิดเผยค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง พร้อมแสดงเหตุผลว่าการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินนั้นจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยรีทอย่างไร

(5) การชำระค่าใช้จ่ายหรือค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการได้มาหรือการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินตาม (3) และ (4) ให้แก่ผู้จัดการกองรีทซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินเดิมหรือเพื่อให้ได้มาซึ่งความเป็นเจ้าของทรัพย์สินดังกล่าวของผู้จัดการกองรีท โดยมีการออกหน่วยรีทเพื่อชำระค่าตอบแทนดังกล่าว จะทำได้เฉพาะในกรณีที่เป็นการทำธุรกรรมกับผู้มีส่วนได้เสีย (interested person) และเป็นการออกหน่วยรีทเพื่อชำระภายในระยะเวลา 1 ปี

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่ความรับผิดชอบของผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) ในฐานะที่เป็นผู้รับประโยชน์ (beneficiaries) ของกองรีท (REITs) นั้น เนื่องจากผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) มีสถานะเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัท (company) ดังนั้น Code on CIS จึงได้มีการกำหนดไว้อย่างชัดเจนว่า ผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) มีความรับผิดชอบจำกัดตามสัดส่วนที่ได้มีการลงทุนในโครงการ (scheme) และเพื่อให้สอดคล้องกับหลักการดังกล่าว Code on CIS จึงกำหนดให้ต้องระบุข้อความจำกัดความรับผิดชอบของผู้ถือหน่วยรีท (unitholders) ไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) อีกครั้งเพื่อความชัดเจน เมื่อมีการจัดตั้งกองรีท (REITs) ด้วย<sup>176</sup>

<sup>176</sup> Chapter 4.3 of The Code on Collective Investment Schemes, provides that “The liability of participants should be limited to their investment in the scheme. For this purpose, the trust deed of the scheme should contain a provision limiting the liability of participants to their investments in the scheme.”

## (2) ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในรูปแบบของ Business Trusts

ข้อได้เปรียบประการหนึ่งของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่ลงทุนใน Business Trusts ก็คือ การที่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts จะได้รับความคุ้มครองมากกว่าผู้ถือหุ้นของ S-REITs เนื่องจาก Business Trusts Act 2004 กำหนดไว้อย่างชัดเจนว่า<sup>177</sup>

(1) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts ไม่ต้องรับผิดชอบในหนี้สิน และความเสียหายใดๆ ที่เกิดแก่ Business Trusts อันเนื่องมาจากการบริหารจัดการของ trustee-manager เกินไปกว่าจำนวนเงินคงค้างที่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ผูกพันที่จะต้องชำระและได้แสดงออกไว้ โดยชัดแจ้งว่าจะจ่ายเงินดังกล่าวให้แก่ Business Trusts และ

(2) ข้อจำกัดความรับผิดของผู้ถือหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts นี้ ให้มีผลบังคับแม้ว่าจะมีการกำหนดให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์ต้องมีความรับผิดร่วมกับ Business Trusts ไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) หรือในกรณีที่ Business Trusts มีการเลิกกิจการก็ตาม

นอกจากนี้ ถึงแม้ว่า Business Trusts จะมีความแตกต่างกับองค์กรธุรกิจที่เป็นบริษัท เนื่องจากสถานะของ Business Trusts ที่มีรูปแบบการจัดการที่เป็นกองทรัสต์สิน ประกอบกับ Business Trust Act ก็ไม่ได้รับรองสถานะทางกฎหมายให้กองทรัสต์เป็นนิติบุคคล เหมือนกับกรณีของบริษัทที่มีการรับรองโดยกฎหมาย The Corporation Act แต่โดยลักษณะของ Business Trusts ที่มีความคล้ายกับบริษัททำให้หลักเกณฑ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ สิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้นในบริษัทอาจถูกนำมาใช้บังคับกับผู้ถือหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts นอกเหนือจาก หลักกฎหมายที่เกี่ยวกับทรัสต์ เช่น

- (1) ข้อจำกัดความรับผิดของผู้ถือหน่วยทรัสต์ของ Business Trusts ตามที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น
- (2) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) อาจถอนถอน trustee-manager ได้ หากได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมของถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) โดยมีคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3/4 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของผู้ถือหน่วยทรัสต์<sup>178</sup>

<sup>177</sup> Section 32 of The Business Trusts 2004

<sup>178</sup> Section 20 (a) of The Business Trusts 2004, provides that “if a resolution to remove the trustee-manager is approved by unitholders of the registered business trust holding in the aggregate not less than three-fourths of the voting rights of all the unitholders of the registered business trust who, being entitled to do so, vote in person or where proxies are allowed, by proxy present at a meeting of the unitholders of the registered business trust”

- (3) กรณีที่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) ได้รับความเสียหายอันเนื่องมาจากการดำเนินการของ trustee-manager ที่ฝ่าฝืนต่อหลักการทำหน้าที่ที่กำหนดไว้ใน The Business Trust Act ผู้ถือหน่วยทรัสต์ (unitholders) สามารถเรียกค่าเสียหายจากการกระทำดังกล่าวต่อ trustee-manager ได้ ทั้งนี้ ไม่ว่า trustee-manager จะถูกตัดสินว่าได้กระทำการฝ่าฝืนหรือไม่ก็ตาม<sup>179</sup> แต่การฟ้องเรียกค่าเสียหายนั้นจะต้องกระทำภายใน 6 ปีนับแต่วันที่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว

### 3.4 ประเทศที่อนุญาตให้มีการเลือกรูปแบบในการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ : ประเทศญี่ปุ่น

เนื่องจากประเทศญี่ปุ่น เป็นประเทศที่ใช้กฎหมายระบบซีวิลลอว์ (Civil Law) เช่นเดียวกับประเทศไทย และโดยที่ประมวลกฎหมายแพ่งของประเทศญี่ปุ่นมีที่มาจากประมวลกฎหมายแพ่งฝรั่งเศสและประมวลกฎหมายแพ่งเยอรมัน ดังนั้น แต่เดิมในระบบกฎหมายของประเทศญี่ปุ่นจึงไม่มีแนวความคิดในเรื่องทรัสต์เลยและเช่นเดียวกับประเทศที่ใช้กฎหมายในระบบซีวิลลอว์ (Civil Law) อื่นๆ ในสมัยนั้นที่ยังไม่ยอมรับหลักการที่มีการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของทรัพย์สินทางกฎหมาย (Legal Ownership) และความเป็นเจ้าของประโยชน์ที่เกิดจากทรัพย์สิน (Beneficiaries Ownership) หรือความเป็นเจ้าของโดยธรรม (Equitable Ownership) จนกระทั่งปี 1905 ประเทศญี่ปุ่นจึงได้รับเอาแนวความคิดเกี่ยวกับทรัสต์มาใช้โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตอบสนองความต้องการเชิงพาณิชย์<sup>180</sup> โดยมีการออกกฎหมาย The Secured Bond Trusts Act 1905 (Tanpo-tuki Shasai Shintaku Ho) เพื่อใช้กับการออกพันธบัตรระหว่างประเทศ และต่อมาจึงได้มีการออกกฎหมาย Trust Act 1922 (Shintaku Ho) และ Trust Business Act (Shintaku-Gyo Ho) 1999 เพื่อใช้บังคับในปี พ.ศ. 2466

#### 3.4.1 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศญี่ปุ่น

กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศญี่ปุ่นในปัจจุบัน ประกอบด้วย (1) กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ซึ่งเป็นกฎหมายที่วางหลักการเกี่ยวกับการจัดตั้งทรัสต์ขึ้นในประเทศ

<sup>179</sup> <sup>179</sup> Section 40 (1) of The Business Trusts 2004

<sup>180</sup> Hiroto Dogauchi, "Overview of Trust Law in Japan."



ญี่ปุ่น (2) Trust Business Act 2004 (Shintaku-Gyo Ho) ซึ่งเป็นกฎหมายที่กำหนดกฎเกณฑ์เพื่อควบคุมการประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการจัดการทรัสต์ที่ดำเนินการโดย Trust companies และ (3) Act on Engagement in Trust Business by a Financial Institution (Concurrent Business Act) ที่ใช้บังคับกับสถาบันการเงิน (financial institutions) ในประเทศญี่ปุ่นที่มีการประกอบธุรกิจทรัสต์ (trust business) และโดยเฉพาะ (4) Act on Investment Trust and Investment Corporation ซึ่งใช้ในการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (J-REITs)

นอกจากนี้ ในกรณีที่มีการนำทรัสต์มาใช้ในการจัดการโครงการที่มีการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ ทรัสต์นั้นก็จะอยู่ภายใต้กฎหมาย Financial Instruments and Exchange Act ซึ่งใช้บังคับกับธุรกิจที่มีการออกตราสารทางการเงิน (financial instruments) เพื่อให้แน่ใจว่าผู้ลงทุนที่ลงทุนในตราสารดังกล่าวจะได้รับการคุ้มครองตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งรวมถึงธุรกิจประเภท investment trusts ที่มีการออกตราสารที่เรียกว่า investment trust instruments ด้วย โดยสามารถอธิบายกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในประเทศญี่ปุ่นได้ดังนี้

### (1) Trust Act 2006 (Shintaku Ho)<sup>181</sup>

Trust Act (Shintaku Ho) เดิมเป็นกฎหมายที่ออกใช้บังคับในปี 1922 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อกำกับดูแลการประกอบธุรกิจประเภท loan business ที่มีการเติบโตขึ้นอย่างมาก<sup>182</sup> โดยกฎหมายดังกล่าวได้รับเอาหลักกฎหมายเรื่องทรัสต์มาจาก California Civil Code และ Indian Trust Act<sup>183</sup> โดยเฉพาะในเรื่องการกำหนดบทนิยามของทรัสต์ ซึ่งกฎหมายดังกล่าวได้มีผลบังคับใช้เรื่อยมาและไม่เคยถูกแก้ไขในสาระสำคัญเลยตลอดระยะเวลา 18 ปีนับแต่ประกาศใช้ จนกระทั่งในปี 2004 รัฐบาลญี่ปุ่นได้จัดให้มีการทบทวนและปรับปรุงกฎหมาย Trust Act 1922 (Shintaku Ho) ให้มีความทันสมัยมากขึ้นและนำมาสู่การแก้ไข Trust Act (Shintaku Ho) ในปี 2006 ซึ่งมีผลใช้บังคับในเดือนกันยายนปี 2007

<sup>181</sup>Law number : Act No. 108 of 2006, amendment : Act No. 53 of 2011

<sup>182</sup>ความต้องการในการจัดตั้งทรัสต์มีเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะการทำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ของ trust bank เช่น การใช้กู้ยืมเงิน และการจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพโดยมีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ เป็นต้น และความต้องการดังกล่าวยิ่งเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2

<sup>183</sup>Lusina Ho and Rebecca Lee, *Trust Law in Asian Civil Law Jurisdictions*(Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, New York, , 2013)., at 27

## (2) Trust Business Act 2004 (Shintaku-Gyo Ho)<sup>184</sup>

Trust Business Act 2004 (Shintaku-Gyo Ho) เป็นกฎหมายที่อยู่ในความรับผิดชอบของกระทรวงยุติธรรมญี่ปุ่น ตราขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นกฎหมายที่กำกับดูแลการประกอบธุรกิจทรัสต์ (trusts business) ของผู้ประกอบการสถาบันการเงิน (financial institutions) ในประเทศญี่ปุ่น โดยกำหนดให้ Trust company ที่ประกอบธุรกิจทรัสต์ (trusts business)<sup>185</sup> ก่อนมีการประกอบธุรกิจจะต้องขอรับอนุญาตจากนายกรัฐมนตรีน<sup>186</sup> และจะต้องปฏิบัติตามกฎหมาย Trust Business Act 2004 (Shintaku-Gyo Ho) เพื่อให้มั่นใจว่าผู้ประกอบการนั้นจะจัดให้มีมาตรการเพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์และผู้รับประโยชน์ของกองทรัสต์จากการประกอบธุรกิจดังกล่าวตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด

## (3) Act on Engagement in Trust Business by a Financial Institution

Act on Engagement in Trust Business by a Financial Institution หรือ Concurrent Business Act เป็นกฎหมายที่ใช้บังคับกับ financial institutions ในประเทศญี่ปุ่นเพื่อกำกับดูแลการประกอบธุรกิจทรัสต์ (trust business) ซึ่งอยู่ภายใต้ความรับผิดชอบและบังคับใช้กฎหมายโดยหน่วยงานที่ได้รับมอบหมายจากนายกรัฐมนตรีน เพื่อสนับสนุนให้ให้มีการรวมกิจการระหว่าง Trust companies ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมาย Trust Business Act (Shintaku-Gyo Ho) และมีการประกอบธุรกิจทรัสต์ในช่วงก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 เข้ากับธนาคารเพื่อให้ธุรกิจทรัสต์ที่ดำเนินกิจการอยู่นั้นอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของธนาคารภายใต้ Concurrent Business Act<sup>187</sup> ดังกล่าว

<sup>184</sup>Law number:Act No. 154 of 2004, amendment : Act No. 91 of 2014

<sup>185</sup> "Trust Business" ภายใต้ The Trust Business Act 2004 หมายถึง ธุรกิจที่รับจัดการเพื่อการก่อตั้งทรัสต์ ไม่แต่รวมธุรกิจที่มีการออกไปรับฝากเงินเพื่อที่จะนำเงินดังกล่าวไปใช้ประโยชน์เพื่อการประกอบธุรกิจอื่นและธุรกิจรับชำระค่าเสียหาย ตามที่กำหนดในคำสั่งคณะรัฐมนตรี

<sup>186</sup>Article 3 of The Trust Business Act 2004

<sup>187</sup>Trust Companies Association of Japan, "Main Legislation Pertaining to Trusts,"Trust Companies Association of Japan.

#### (4) Act on Investment Trust and Investment Corporation<sup>188</sup>

Act on Investment Trust and Investment Corporation หรือ “Investment Trust Law” (the “AITIC”) เป็นกฎหมายที่ออกในปี 1951 ในชื่อเดิมว่า Securities Investment Trust Act และได้รับการแก้ไขในปี 2000 โดยเปลี่ยนชื่อเป็น “Act on Investment Trust and Investment Corporation” ซึ่งเป็นชื่อที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน โดยมีการแก้ไขล่าสุดในปี 2014 เป็นกฎหมายที่กำหนดหลักเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจ Investment Trusts และ Investment Corporations ในประเทศญี่ปุ่น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีกลไกในการคุ้มครองผู้ลงทุนรายย่อย เช่น กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจ Investment Trusts และ Investment Corporations ที่มีการออกตราสารเพื่อระดมทุนจากประชาชนจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ และจะต้องนำเงินที่ได้จากการระดมทุนมาใช้ในการลงทุนหรือประกอบธุรกิจที่เหมาะสม เป็นต้น และกฎหมายดังกล่าวยังจัดให้มีองค์กรของผู้ประกอบธุรกิจที่เรียกว่า the Investment Trusts Association of Japan เพื่อทำหน้าที่กำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่เป็นรายละเอียดปลีกย่อยในการกำกับดูแลกันเองในกลุ่มผู้ประกอบธุรกิจอีกด้วย

#### 3.4.2 แนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายของประเทศญี่ปุ่น

ประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศแรกในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่รับเอาแนวคิดของทรัสต์ตามหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) มาบัญญัติไว้เป็นกฎหมายที่เป็นลายลักษณ์อักษร และกลายเป็นตัวอย่างกฎหมายทรัสต์ให้แก่ประเทศต่างๆ ในเอเชีย<sup>189</sup> โดย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ได้กำหนดให้ทรัสต์คือการจัดการทรัพย์สินที่บุคคลได้ก่อตั้งขึ้นหรือมีการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินนั้นเพื่อวัตถุประสงค์ที่ถูกระบุขึ้นเป็นการเฉพาะและมีการกำกับดูแลการดำเนินการดังกล่าวตามที่จำเป็นเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์นั้น<sup>190</sup> ซึ่งการจัดตั้งทรัสต์ภายใต้กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) นี้ สามารถจัดตั้งขึ้นโดย<sup>191</sup> (1) ความตกลงระหว่างบุคคลใดๆ ที่เรียกว่า “สัญญาทรัสต์” (trust agreement) หรือ (2) การทำพินัยกรรมที่มีผลต่อทรัพย์สิน หรือ (3) การแสดงออกโดยแจ้งชัดถึงเจตนาของบุคคลที่มีความประสงค์ให้จัดตั้งทรัสต์ขึ้นเพื่อให้มีผลในทางทรัพย์สิน เช่น ให้บุคคลใดได้รับมอบทรัพย์สินเพื่อดำเนินการจัดสรรประโยชน์จากทรัพย์สินนั้น

<sup>188</sup>Law number:Act No. 198 of 1951, amendment : Act No. 65 of 2008

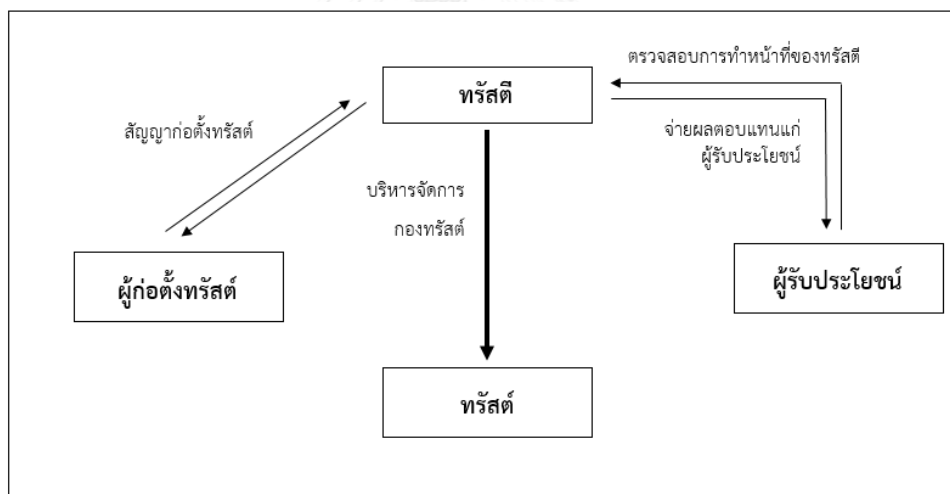
<sup>189</sup>Lusina Ho and Rebecca Lee, *Trust Law in Asian Civil Law Jurisdictions.*, at 28

<sup>190</sup> Article 2 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>191</sup> Article 3 of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

หรือมอบหมายให้บุคคลใดทำการจำหน่ายโอนทรัพย์สินดังกล่าวให้แก่บุคคลอื่น หรือดำเนินการอื่นใดตามที่จำเป็นเพื่อให้เป็นไปตามความประสงค์ของผู้มอบหมายซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ เป็นต้น

จากลักษณะดังกล่าวจึงเห็นได้ว่าการจัดโครงสร้างของทรัสต์ตามกฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) มีลักษณะเช่นเดียวกับการจัดโครงสร้างของทรัสต์ตามหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) แบบดั้งเดิม กล่าวคือ บุคคลที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินเดิม (settlor) จะทำการจัดตั้งทรัสต์เพื่อใช้ในการจัดการทรัพย์สิน โดยการโอนทรัพย์สิน เช่น อสังหาริมทรัพย์ หรือ เงินสด เป็นต้น ตามที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาทรัสต์หรือโดยพินัยกรรมหรือโดยเจตนาที่แสดงออกโดยชัดแจ้งแล้วแต่กรณี ให้แก่ทรัสต์เพื่อให้ทรัสต์บริหารจัดการรวมถึงจำหน่ายโอนทรัพย์สินดังกล่าว ซึ่งเรียกว่ากองทรัสต์ (trust property) เพื่อผู้รับประโยชน์ (beneficiaries) ตามวัตถุประสงค์ที่ระบุไว้ในการจัดตั้งทรัสต์ และจะมีการออกตราสารให้แก่ผู้รับประโยชน์ เรียกว่า Certificates of Beneficial Interest<sup>192</sup> ทั้งนี้ ลักษณะการจัดโครงสร้างของทรัสต์ตามกฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ปรากฏตามภาพ



ภาพที่ 8 ลักษณะการจัดโครงสร้างของทรัสต์ตามกฎหมาย Trust Act (Shintaku Ho)

อนึ่ง ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่าประเทศญี่ปุ่นได้รับเอาแนวคิดของทรัสต์ตามกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) มาใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในทางพาณิชย์ โดยในระยะแรก

<sup>192</sup> Chapter VIII Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

ทรัสต์จึงถูกนำมาใช้ในการรับฝากทรัพย์สินของธนาคาร (bank deposits)<sup>193</sup> หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investment) ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่นิยมลงทุนในกิจการที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ เนื่องจากความแน่นอนในการคุ้มครองผู้รับประโยชน์ของกองทรัสต์ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบมากกว่าการลงทุนในเครื่องมือทางการเงินประเภทอื่นๆ<sup>194</sup> ซึ่งความนิยมดังกล่าวนำมาสู่การสร้างผลิตภัณฑ์ทางการเงินในรูปแบบใหม่ๆ ที่มีการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ เช่น

(1) **Capital Trusts** ซึ่งเป็นการนำเงินมาวางไว้กับ Trust Bank เพื่อทำหน้าที่เก็บรักษาเงินดังกล่าวในฐานะที่เป็นทรัสต์ โดย Trust Bank จะนำเงินไปลงทุนในพอร์ตโฟลิโอ (portfolios) ที่มีความหลากหลายหรือลงทุนในทรัพย์สินอย่างใดอย่างหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงเพื่อประโยชน์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์เอง (เป็นกรณีที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์และผู้รับประโยชน์เป็นคนเดียวกัน)

(2) **Pension Trusts** ซึ่งเป็นการจัดตั้งทรัสต์ขึ้นเพื่อนำทรัพย์สินที่เป็นของกองทรัสต์ออกหารายได้เพื่อสะสมไว้ใช้ในยามเกษียณ

(3) **Loan Trusts** เป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นด้วยเงินของผู้ลงทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินดังกล่าวไปลงทุนโดยการให้กู้ยืมหรือลงทุนในหลักทรัพย์

(4) **Collective Investment Trusts** เป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนในทรัพย์สินอย่างใดอย่างหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust) โดยจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) เป็นต้น

(5) **Non-Capital Trusts** เป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นโดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะทำการโอนเงินจำนวนหนึ่งเพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์ให้แก่ Trust Bank เพื่อนำไปลงทุน โดยนำเงินดังกล่าวไปจัดสรรให้แก่ผู้รับประโยชน์ที่ถูกระบุไว้

(6) **Securities Investment** หรือการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์

(7) **Asset securitization trusts** ซึ่งเป็นการจัดตั้งทรัสต์โดยการโอนทรัพย์สินส่วนหนึ่งเพื่อให้เป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์และมีการออกหลักทรัพย์โดยมีทรัพย์สินดังกล่าวเป็นทรัพย์สินอ้างอิง (underlying asset) และ

(8) **Special purpose vehicle trusts** ซึ่งมีลักษณะเป็นการจัดตั้งทรัสต์โดยมีวัตถุประสงค์เฉพาะเพื่อนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการออกหลักทรัพย์ เป็นต้น

<sup>193</sup>ทรัพย์สินที่มักโอนมาอยู่ในความดูแลของ trust bank มักจะเป็นเงิน โดยเรียกการจัดตั้งทรัสต์ประเภทนี้ว่า pecuniary trust โดยธนาคารซึ่งเปรียบเสมือนทรัสต์ของกองทรัสต์จะนำเงินดังกล่าวออกหาประโยชน์ เช่น นำไปลงทุนหรือนำไปปล่อยกู้ เป็นต้น

<sup>194</sup>Hiroto Doguchi, "Overview of Trust Law in Japan."

อย่างไรก็ดี เนื่องจากขอบเขตในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเน้นการศึกษากรณีการนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) โดยจัดตั้งขึ้นเป็นกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นประเภทหนึ่งของ Collective Investment Trusts เท่านั้น โดยมีรายละเอียดที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาดังนี้

### 3.4.3 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

แม้ว่าประเทศญี่ปุ่นจะมีกฎหมายทรัสต์ตั้งแต่ปี 1922 แต่การนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยจัดตั้งขึ้นเป็น Real Estate Investment Trusts Scheme หรือรีท (REITs) ซึ่งเป็นมีลักษณะเป็น closed-end structured collective investment scheme<sup>195</sup> นั้น เพิ่งเกิดขึ้นในปี 2000 โดยนิยมเรียกในชื่อสั้นๆ ว่า J-REITs<sup>196</sup>

การเกิดขึ้นของ J-REITs ในปี 2000 นั้น เป็นผลมาจากการแก้ไขกฎหมาย Act on Investment Trust and Investment Corporation หรือเรียกอีกชื่อหนึ่งว่า “Investment Trust Law” ที่กำหนดให้การจัดการทรัสต์สินที่เป็นอสังหาริมทรัพย์เพื่อการระดมเงินทุนสามารถจัดตั้งขึ้นในรูปของ Investment Trusts ต่อมาในปี 2001 ตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (The Tokyo Stock Exchange - TSE) ก็ได้รับ J-REITs เข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรกในเดือน มีนาคม 2001<sup>197</sup> และนับแต่เวลาดังกล่าว J-REITs ก็มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว โดยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงถึง 77.9 ล้านล้านเยน ในปี 2014<sup>198</sup>

<sup>195</sup> A Euromoney Institutional Investor PLC company, *J-Reits, Japan Real Estate Investment Trusts Outlook & Opportunity*, Asia Law & Practice (Darren Barton, 2007)., at 11

<sup>196</sup> การจัดการอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะที่มีการแบ่งส่วนความเป็นเจ้าของตามจำนวนหน่วยลงทุนนั้น เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 1987 ในธุรกิจขนาดเล็ก และได้เพิ่มปริมาณมากขึ้นและถูกนำมาใช้ในกิจการหรือโครงการขนาดใหญ่เพื่อให้นักลงทุนสามารถมีส่วนร่วมในการลงทุนผ่านการซื้อหน่วยลงทุนของโครงการดังกล่าว แต่เนื่องจากในขณะนั้นยังไม่มีกฎหมายที่ชัดเจนเกี่ยวกับการจัดการอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะดังกล่าว ทำให้ขาดมาตรการในการคุ้มครองผู้ลงทุนและหลักเกณฑ์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง จนนำมาสู่การปฏิรูปกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับระบบงานเงินของประเทศญี่ปุ่น (Financial System Reform laws) ในปี 1990

<sup>197</sup> กองรีท (REITs) 2 กองแรกที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (The Tokyo Stock Exchange - TSE) คือ Nippon Building Funds Inc. (securities code : 8915/TSE) และ Japan Real Estate (securities code : 8952/TSE) ซึ่งเข้าจดทะเบียนและทำการซื้อขายเมื่อวันที่ 10 กันยายน 2001

<sup>198</sup> Yuko Akiyama, E. Eng, and Prof.Dr.Joao da Rocha Lima Junior, "J-Reit (Japanese Real Estate Investment Trust) and Brazilian Real Estate Market."

อย่างไรก็ดี การจัดตั้ง J-REITs ในประเทศญี่ปุ่นนั้น เดิมสามารถจัดตั้งขึ้นได้เฉพาะในรูปแบบของทรัสต์เพื่อการลงทุน (Investment Trusts) ซึ่งเกิดขึ้นจากสัญญาทรัสต์ (trust contract) เท่านั้น ในขณะที่ประเทศอื่นๆ ได้มีการอนุญาตให้สามารถนำรูปแบบองค์กรธุรกิจมาใช้กับ Investment Trusts ได้ เช่น กรณีของประเทศอังกฤษที่มีการยอมรับลักษณะการจัดโครงสร้างการลงทุนที่เป็น open-end unit trusts ที่เกิดขึ้นจากสัญญาทรัสต์ รวมถึง open-end investment companies (OEIC) และ closed-end investment trusts ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัท และโดยเฉพาะในกรณีของประเทศเยอรมันซึ่งเดิมได้มีการกำหนดกฎหมายในลักษณะเดียวกับประเทศญี่ปุ่น ก็ได้อนุญาตให้มีการจัดตั้ง closed-end investment trusts ในรูปของบริษัทขึ้น<sup>199</sup> เป็นต้น ซึ่งจากตัวอย่างที่เกิดขึ้นในต่างประเทศทำให้ The Securities and Exchange Council ซึ่งเป็นคณะทำงานที่ปรึกษาของ Ministry of Finance ของประเทศญี่ปุ่น จึงเห็นควรให้มีการนำรูปแบบโครงสร้างองค์กรธุรกิจอื่นมาใช้กับ Investment Trusts เพื่อวัตถุประสงค์ในการเพิ่มประสิทธิภาพของ Investment Trusts และสร้างความหลากหลายให้แก่ผลิตภัณฑ์ที่ใช้ในการระดมทุน<sup>200</sup> ซึ่งรูปแบบองค์กรธุรกิจที่ประเทศญี่ปุ่นอนุญาตให้นำมาใช้กับ Investment Trusts นั้น จะต้องก่อตั้งขึ้นในรูปของบริษัท เรียกว่า “investment companies”

ดังนั้น ปัจจุบัน J-REITs ของประเทศญี่ปุ่นจึงสามารถจัดตั้งได้ใน 2 รูปแบบ คือ (1) J-REITs ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Investment Corporation (toshi hojin) ซึ่งมีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย (juridical person) และ (2) J-REITs ที่เป็น Investment Trusts ซึ่งจัดตั้งขึ้นจากสัญญาทรัสต์ (trust contract) และแม้ว่าภายใต้กฎหมายของประเทศญี่ปุ่นจะไม่ได้กำหนดให้ J-REITs ต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม แต่ข้อมูลที่ปรากฏในปัจจุบันพบว่า J-REITs ทั้งหมดจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE)<sup>201</sup> และเป็น J-REITs ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Investment Corporations ทั้งสิ้น<sup>202</sup> โดยรายละเอียดการจัดตั้ง J-REITs ทั้ง 2 รูปแบบมีความแตกต่างกัน ดังนี้

<sup>199</sup> Japan Investment Trusts Association, "Investment Trusts in Japan 2014.", at 57

<sup>200</sup> Ibid.

<sup>201</sup> การที่ J-REITs ทั้งหมดในประเทศญี่ปุ่นจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE) ทำให้ J-REITs อยู่ภายใต้กฎหมาย 2 ฉบับ คือ กฎหมาย Financial Instruments and Exchange Act และ Act on Investment Trust and Investment Corporation ซึ่งมีการแก้ไขล่าสุดในปี 2014

<sup>202</sup> A Euromoney Institutional Investor PLC company, *J-Reits, Japan Real Estate Investment Trusts Outlook & Opportunity*.

**ตารางที่ 5 แสดงความแตกต่างของการจัดตั้ง J-REITs  
ในรูปแบบ Investment Corporations และ Investment Trusts<sup>203</sup>**

	Investment Corporations	Investment Trusts
รูปแบบในการจัด โครงสร้าง	บริษัทที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุน (Investment Corporations)	ทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการ ลงทุน (Investment Trust)
การก่อตั้ง	บริษัท	สัญญาทรัสต์
รูปแบบการออกตราสาร	หลักทรัพย์เพื่อการลงทุน (Investment Securities)	ตราสารแสดงสิทธิของ ผู้รับประโยชน์ (Trusts Certificates)
ลักษณะตราสารที่ออก ให้แก่ผู้ลงทุน	ตราสารเปลี่ยนมือ (Negotiable Securities)	ตราสารเปลี่ยนมือ (Negotiable Securities)
การจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์	มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	ปัจจุบันยังไม่มีมีการจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากลักษณะของ J-REITs ทั้ง 2 รูปแบบ พบว่า J-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างแบบบริษัทหรือเรียกว่า "Real Estate Investment Corporations" และมีการออกหลักทรัพย์ (investment securities) ให้แก่ผู้ลงทุนนั้นจะถูกก่อตั้งขึ้นโดยบุคคลที่กฎหมายเรียกว่า organizer<sup>204</sup> ซึ่งอาจเป็น (1) Financial Instruments Business Operator ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินอย่างใดอย่างหนึ่งที่ถูกระบุไว้โดยเฉพาะเจาะจง (Specified Assets) เช่น ลงทุนในหลักทรัพย์ หรือลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น และกำหนดให้ทรัพย์สินดังกล่าวเป็นทรัพย์สินหลักที่ J-REITs จะเข้าลงทุน หรือ (2) บุคคลที่ถูกระบุไว้โดยเฉพาะตามที่รัฐมนตรีกำหนดโดยเห็นว่าบุคคลดังกล่าวเป็นผู้มีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนในทรัพย์สินแต่ละประเภท

โดย organizer จะเป็นผู้แจ้งไปยังนายกรัฐมตรีพร้อมหลักฐานการจัดตั้งบริษัท (incorporation) และเอกสารอื่นที่เกี่ยวข้อง<sup>205</sup> เพื่อจดทะเบียนจัดตั้งกองรีท (REITs)<sup>206</sup> โดยกองรีท

<sup>203</sup> ข้อมูลจาก ARES – Association of Real Estate Securitization

<sup>204</sup> Article 66 (3) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

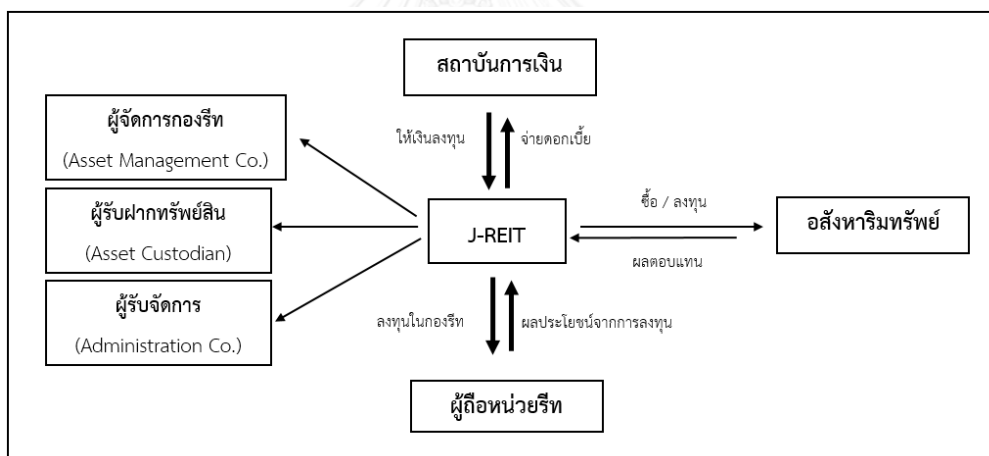
<sup>205</sup> Article 69 of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>206</sup> Article 74 of the Act on Investment Trust and Investment Corporation



(REITs) ที่จัดตั้งขึ้นนี้จะมีสถานะเป็นนิติบุคคล<sup>207</sup> และมีคณะกรรมการ (board of directors) เป็นผู้กำหนดทิศทางและตัดสินใจดำเนินกิจการต่างๆ ของ J-REITs ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด

ทั้งนี้ J-REITs ที่เป็น Investment Corporations จะถูกห้ามไม่ให้มีการจ้างพนักงานหรือลูกจ้าง และการบริหารจัดการทรัพย์สินของ J-REITs จะต้องมอบหมายให้แก่บุคคลภายนอก ได้แก่ Asset Management Company ที่ได้รับอนุญาต เพื่อทำหน้าที่บริหารจัดการทรัพย์สินของ J-REITs เช่นเดียวกับการมอบหมายงานในส่วนอื่นๆ ให้แก่บุคคลภายนอก เช่น Asset Custody company ที่ได้รับมอบหมายให้ทำหน้าที่ดูแลการบริหารจัดการทรัพย์สินของ J-REITs ที่ถูกบริหารโดย Management company และ Administration Company ที่ทำหน้าที่บริหารจัดการ J-REITs ในด้านอื่นๆ เช่น งานนายทะเบียนผู้ถือหน่วยริท การจัดทำบัญชีทรัพย์สินและการจ่ายสิทธิประโยชน์ของ J-REITs ให้แก่ผู้ถือหน่วยริท เป็นต้น โดยมีรายละเอียดโครงสร้างของ J-REITs ปรากฏตามภาพด้านล่าง



ภาพที่ 9 การจัดโครงสร้างของ J-REIT

ในขณะที่ J-REITs ที่เป็น Investment Trusts ซึ่งจัดตั้งขึ้นจากสัญญาทรัสต์ (trust contract) นั้นจะมีบริษัทที่ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor Company) ของ Investment Trusts เป็น Financial Instruments Business Operator ภายใต้กฎหมาย the Financial Instruments and Exchange Act<sup>208</sup> หรือเป็นบริษัททรัสต์ (Trust Company) ที่มีการประกอบธุรกิจทรัสต์ภายใต้

<sup>207</sup> Article 61 of the Act on Investment Trust and Investment Corporation, provides that “An Investment Corporation shall be a juridical person”

<sup>208</sup> Law number: Act No. 25 of 1948, amendment : Act No. 32 of 2010

กฎหมาย Trust Business Act 2004 (Shintaku-Gyo Ho) โดยสามารถจัดตั้ง Investment Trusts ได้ใน 2 รูปแบบคือ

- (1) **Investment Trusts ที่มีการจัดการตามคำสั่งของผู้ก่อตั้งทรัสต์**  
(Investment Trusts Managed under Instructions from the Settlor) :  
เป็น J-REITs ที่มีบริษัทที่เป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ (Settlor Company) เป็น Financial Instruments Business Operator และมีบริษัททรัสต์ (Trust Company) ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ Investment Trusts<sup>209</sup> โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะต้องทำสัญญาทรัสต์ (Investment Trust Contract) และชี้แจงรายการที่ระบุในสัญญาทรัสต์ (Investment Trust Contract) ต่อนายกรัฐมนตรี<sup>210</sup> และต้องมีลักษณะเป็น cash trusts ยกเว้น Investment Trusts นั้นจะถูกตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะให้ลงทุนในหลักทรัพย์ (Securities Investment Trusts)<sup>211</sup> และ
- (2) **Investment Trusts ที่บริหารจัดการโดยปราศจากคำสั่งของผู้ก่อตั้งทรัสต์**  
(Investment Trust Managed Without Instructions from the Settlor) :  
เป็น J-REITs ที่มีบริษัททรัสต์ (Trust Company) ที่ได้รับอนุญาตตามกฎหมาย Trust Business Act หรือสถาบันการเงินที่ประกอบธุรกิจทรัสต์ (Institution Engaged in Trust Business) เป็นทรัสต์ของ Investment Trusts<sup>212</sup>

อย่างไรก็ดี เนื่องจากความนิยมในการจัดตั้ง J-REITs ในประเทศญี่ปุ่นนิยมจัดตั้งในรูปของ Real Estate Investment Corporations เป็นส่วนใหญ่ ด้วยข้อได้เปรียบที่การจัดโครงสร้างดังกล่าวทำให้ J-REITs มีลักษณะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย ในขณะที่ J-REITs ที่จัดตั้ง

<sup>209</sup> Article 3 of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>210</sup> Article 4 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>211</sup> Article 8 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation, provides that “Investment Trusts Managed under Instructions from the Settlor (excluding those falling under the category of Securities Investment Trusts aimed at mainly investing in assets that can be easily realized and that are specified by a Cabinet Order as those in which it is unlikely that the protection of the beneficiary will be compromised) shall be cash trusts.”

<sup>212</sup> Article 47 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

ในรูปแบบ Investment Trusts ยังไม่มีกฎหมายรองรับสถานะดังกล่าว ดังจะเห็นได้จาก J-REITs ที่มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE) ทั้งหมดเป็น J-REITs ที่ใช้การจัดโครงสร้างแบบ Investment Corporations ทั้งสิ้น ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมุ่งเน้นที่จะทำการศึกษา J-REITs ในรูปแบบ Investment Corporations เป็นหลัก โดยอาจมีการกล่าวถึง J-REITs ที่จัดตั้งในรูปแบบ Investment Trusts ในบางส่วนของการศึกษา ดังนี้

### 3.4.4 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs)

เนื่องจาก J-REITs สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้หลายประเภท ได้แก่ อาคารสำนักงาน อสังหาริมทรัพย์ทางการค้า เช่น ห้างสรรพสินค้า (shopping centers) อาคารที่พักอาศัย โรงแรม หรือสถานที่ขนส่งสินค้า (logistic centers) และโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ เป็นต้น<sup>213</sup> ซึ่งรายได้หลักของ J-REITs จะมีลักษณะเช่นเดียวกับ REITs ของประเทศอื่นๆ ที่มีรายได้หลักมาจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เช่น การนำอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นของ J-REITs ออกให้เช่า รวมถึงรายได้ที่มาจากการขายอสังหาริมทรัพย์ โดยที่การจัดประเภทของ J-REITs นั้นจะพิจารณาจากทรัพย์สินหรือ asset class ที่ J-REITs มุ่งลงทุนเป็นหลัก<sup>214</sup> นอกจากนี้ J-REITs ยังสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่นอกประเทศญี่ปุ่นได้อีกด้วย

นอกเหนือจากการระดมทุนจากประชาชนโดยการออกและเสนอขายหน่วยรีทแล้ว J-REITs ยังสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนประเภทอื่นๆ ได้ เช่น การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน (financial institution) หรือการออกตราสารหนี้ที่เรียกว่า investment corporation bonds ซึ่งเป็นวิธีการเข้าถึงเงินทุนในรูปแบบอื่น นอกจากการกู้ยืมเงิน

นอกจากนี้ ในการบริหารจัดการกองรีท (REITs) รวมถึงการเข้าทำธุรกรรมต่างๆ ที่เกี่ยวกับการลงทุนของ J-REITs จะมี Management company ทำหน้าที่วางแผนการประกอบธุรกิจ เช่น การนำทรัพย์สินของ J-REITs ออกหาประโยชน์โดยการให้เช่า หรือเลือกอสังหาริมทรัพย์อื่นๆ ที่มีโอกาสทำกำไรเพื่อให้ J-REITs เข้าไปลงทุน รวมถึงการวางแผนการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และรักษามูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ของกองรีท (REITs) อีกด้วย แต่เนื่องจาก J-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างแบบ Real Estate Investment Corporations จะมีกรรมการของบริษัทเป็นผู้บริหารจัดการกิจการ

<sup>213</sup> Real Estate Investment Trust Data Portal, "J-Reit Data,"(Real Estate Investment Trust Data Portal ).

<sup>214</sup> J-REITs ที่มีการลงทุนในทรัพย์สิน 2 ชนิด จะถูกจัดประเภทเป็น complex type ส่วน J-REITs ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินหลายชนิด จะถูกจัดประเภทเป็น diversified type

ของ J-REITs อีกทางหนึ่งซึ่ง J-REITs สามารถเข้าทำธุรกรรมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องได้ด้วยตนเองผ่านกรรมการ ผู้มีอำนาจของบริษัท

อนึ่ง เมื่อพิจารณาในแง่การลงทุนของ J-REITs ที่เป็น Investment Corporations จะพบว่า ภายใต้ Act on Investment Trust and Investment Corporation มีข้อจำกัดห้ามมิให้ J-REITs ประกอบธุรกิจอื่นนอกจากการลงทุนในทรัพย์สิน (asset investments) ที่ถูกระบุไว้เท่านั้น<sup>215</sup>

### 3.4.5 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่า ประเทศญี่ปุ่นได้รับเอาแนวความคิดเกี่ยวกับทรัสต์เข้ามา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ ดังนั้น ภายใต้หลักกฎหมายทรัสต์ของประเทศญี่ปุ่นจึงกำหนดให้ทรัสต์จะต้องเป็นบริษัทหรือองค์กร (entities) เพื่อการพาณิชย์ เช่น Trust Banks หรือ Trustee Company เป็นต้น โดยในกรณีที่ J-REITs มีการจัดโครงสร้างแบบ Investment Corporations นั้น J-REITs จะมี Asset Custodian Company ซึ่งเป็น trust company หรือเป็นบริษัทที่อยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดทำหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สินของ J-REITs โดยมีมาตรฐานและหลักเกณฑ์ในการเก็บรักษาทรัพย์สินเช่นเดียวกับทรัสต์ในกรณีของกองทรัสต์อื่นๆ รวมถึงดูแลการบริหารจัดการทรัพย์สินของ J-REITs ที่ถูกบริหารโดย Asset Management Company ซึ่งเปรียบเสมือนการทำหน้าที่ของทรัสต์ตามหลักกฎหมายทรัสต์

ในกรณีที่ J-REITs มีการจัดโครงสร้างแบบ Investment Trusts ทรัสต์ของ J-REITs จะต้องอยู่ภายใต้กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ซึ่งเป็นกฎหมายที่วางหลักการเรื่องการจัดตั้งทรัสต์ รวมถึงคุณสมบัติและการทำหน้าที่ของทรัสต์ไว้<sup>216</sup> และได้ถูกแก้ไขในหลักการสำคัญในปี 2006 เพื่อสร้างความสมดุลให้แก่การทำหน้าที่ของทรัสต์ในการทำธุรกรรมต่างๆ เพื่อกองทรัสต์กับการคุ้มครองผู้รับประโยชน์ โดยกำหนดให้มีการนำหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ตามกฎหมาย

<sup>215</sup> Article 63 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>216</sup> ภายใต้กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ได้มีการรับรองการจัดตั้งทรัสต์ประเภทหนึ่งซึ่งเรียกว่า “Limited Liability Trust” ใน Chapter IX ของ Trust Act 2006 (Shintaku Ho) โดยลักษณะของการจัดตั้งทรัสต์ประเภทนี้จะทำให้ทรัสต์มีความรับผิดชอบจำกัดเพียงเท่าจำนวนทรัพย์สินที่เป็นของกองทรัสต์ แต่เนื่องจากทรัสต์ในกรณีดังกล่าวจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เพิ่มเติมตามที่กฎหมายกำหนด ดังนั้น ในทางปฏิบัติการจัดตั้ง Limited Liability Trust จึงไม่เกิดขึ้น (ที่มา: Lusina Ho and Rebecca Lee, “Trust Law In Asian Civil Law Jurisdictions” (Cambridge, United Kingdom : Cambridge University Press, New York, 2013), page 43)

Trust Act 2006 (Shintaku Ho) มาใช้กับทรัสต์ของ J-REITs โดยอนุโลม<sup>217</sup> เช่น ทรัสต์ของ J-REITs จะเป็นผู้รับประโยชน์ของ J-REITs ไม่ได้<sup>218</sup> เป็นต้น

นอกจากนี้ การทำหน้าที่ทรัสต์ของ J-REITs ภายใต้กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ยังได้จำแนกการทำหน้าที่ของทรัสต์ไว้อย่างชัดเจนเพื่อเป็นการเสริมหลักการ ทำหน้าที่ของทรัสต์ตามกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) แบบดั้งเดิม เช่น ทรัสต์มีหน้าที่ (1) ดูแลกิจการของทรัสต์ให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งทรัสต์<sup>219</sup> (2) ดูแลกิจการของทรัสต์ โดยใช้ความระมัดระวัง (due care) ในการบริหารจัดการทรัพย์สิน<sup>220</sup> และ (3) ดูแลกิจการของทรัสต์ และดำเนินการใดๆ ในนามของผู้รับประโยชน์ด้วยความซื่อสัตย์<sup>221</sup> และเว้นแต่ในกรณีที่ทรัสต์ได้รับ อนุญาตจากผู้รับประโยชน์ให้ดำเนินการเป็นอย่างอื่นภายใต้การเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอของทรัสต์ หากทรัสต์พบว่า ในกรณีที่มีการกระทำใดที่สามารถเห็นได้โดยชัดแจ้งว่าเป็นการกระทำที่ขัดแย้ง ระหว่างประโยชน์ของทรัสต์กับประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ ทรัสต์จะต้องถือประโยชน์ของผู้รับประโยชน์เป็นสำคัญ

นอกจากนี้ หน้าที่ของทรัสต์ยังรวมถึงการละเว้นการกระทำที่ไม่เหมาะสมต่อทรัพย์สิน ของกองทรัสต์ เช่น การนำทรัพย์สินของกองทรัสต์มารวมกับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือนำไปรวม กับทรัพย์สินของกองทรัสต์รายอื่นที่ตนทำหน้าที่เป็นทรัสต์ และไม่เข้าทำธุรกรรมในนามของกองทรัสต์ โดยที่ทรัสต์เป็นตัวแทนของคู่สัญญากับกองทรัสต์ในอีกสถานะหนึ่ง และไม่นำทรัพย์สินของกองทรัสต์ มาเป็นประกันความรับผิดในทางส่วนตัวของทรัสต์ เป็นต้น<sup>222</sup> ทั้งนี้ ทรัสต์อาจมอบหมายให้บุคคลอื่น ทำหน้าที่ดังกล่าวแทนทรัสต์ได้ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด และตามที่ระบุไว้ในสัญญาก่อตั้ง ทรัสต์ โดยในสัญญาก่อตั้งทรัสต์อาจระบุชื่อบุคคลซึ่งเรียกว่า Trust Supervisor<sup>223</sup> เพื่อให้เป็นบุคคล ที่จะได้รับมอบหมายจากทรัสต์ให้ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทรัสต์แทนทรัสต์ก็ได้ และในกรณีที่

<sup>217</sup>Article 6 (7) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>218</sup>Article 8 of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>219</sup> Article 29 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>220</sup> Article 29 (2) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>221</sup> Article 30 of Trust Act 2006 (Shintaku Ho), provides that “A Trustee must administer Trust affairs and conduct any other acts faithfully on behalf of a Beneficiary.”

<sup>222</sup> Article 31 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>223</sup> Article 131 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho), provides that “Provisions may be established in the Terms of Trust to designate a person who is to be a Trust supervisor when there is a Beneficiary at the time in question.”

กองทรัสต์มีการตั้ง Trust Supervisor กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ในบางเรื่องก็จะถูกนำมาใช้กับ Trust Supervisor ด้วย<sup>224</sup>

### 3.4.6 สิทธิและหน้าที่ของผู้รับประโยชน์

ในกรณีที่ J-REITs มีการจัดโครงสร้างเป็น Investment Corporations นั้น ผู้ลงทุนของ J-REITs จะได้รับความคุ้มครองภายใต้กฎหมาย Act on Investment Trust and Investment Corporation ซึ่งกำหนดไว้อย่างชัดเจนเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทว่า ผู้ลงทุนซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยริท จะมีความรับผิดชอบจำกัดเพียงเท่าจำนวนเงินที่เป็นค่าจองซื้อหน่วยริท<sup>225</sup> และสามารถออกเสียงในการประชุมผู้ถือหุ้นริทตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดใน Act on Investment Trust and Investment Corporation<sup>226</sup> นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นริทยังได้รับความคุ้มครองจากการบริหารจัดการกองริท (REITs) ที่ไม่เหมาะสมผ่านการทำหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทที่จะต้องตรวจสอบและดูแลการทำหน้าที่บริหารจัดการกองริท (REITs) เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นริท

สำหรับกรณีของ J-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างเป็น Investment Trusts นั้น ผู้ถือหุ้นริทซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินที่เป็นกองทรัสต์ก็จะได้รับความคุ้มครองภายใต้กฎหมายทรัสต์ของประเทศญี่ปุ่น โดยหลักกฎหมายทรัสต์ของประเทศญี่ปุ่นถือว่า ผู้รับประโยชน์จะมีสิทธิในทางส่วนตัวที่เรียกว่า Rights in personam<sup>227</sup> ซึ่งสามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้ต่อบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ของ J-REITs โดยกฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ยังได้คุ้มครองสิทธิของผู้รับประโยชน์ไว้หลายกรณี เช่น ผู้รับประโยชน์สามารถบอกล้าง (annulment) การดำเนินการใดๆ ที่ถือเป็นการละเมิดต่อทรัสต์ต่อบุคคลที่สามหรือบุคคลที่รับโอนทรัพย์สินที่เป็นของกองริท (REITs) ต่อบุคคลที่สามได้ และสิทธิที่จะได้รับความคุ้มครองจากเจ้าหนี้ของกองริท (REITs) เป็นต้น

นอกจากนี้ เนื่องจาก J-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างเป็น Investment Corporations ถือเป็นหน่วยทางภาษีประเภทหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับประโยชน์จึงได้รับสิทธิในการจ่ายผลตอบแทนของกองริท (REITs) โดยจะต้องมีการจ่ายผลประโยชน์อันเกิดจากการบริหารจัดการ J-REITs ให้แก่ผู้ถือหุ้นริทไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของรายได้ทั้งหมดของ J-REITs เพื่อที่กองริท (REITs) จะไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล และนอกจากเงื่อนไขข้างต้น เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี กองริท (REITs)

<sup>224</sup> Article 137 of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>225</sup> Article 77 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>226</sup> Article 89 – 94 of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>227</sup> Hiroto Dogauchi, "Overview of Trust Law in Japan."

จะต้องมีผู้ถือหน่วยรีทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนหน่วยรีทที่มีการออกและเสนอขายทั้งหมด<sup>228</sup> เพื่อมิให้กิจการของกองรีท (REITs) ถูกครอบงำโดยกลุ่มผู้ลงทุนผ่านการถือหน่วยรีทเพียงกลุ่มเดียว ซึ่งเป็นอีกมาตรการหนึ่งที่สามารถคุ้มครองผู้ถือหน่วยรีทที่เป็นผู้ลงทุนรายย่อยได้ เนื่องจากกฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) ได้กำหนดให้ผู้ถือหน่วยรีทซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) สามารถเรียกประชุมผู้ถือหน่วยรีท<sup>229</sup> และออกเสียงในการประชุมเพื่อให้มีส่วนร่วมในการกำหนดทิศทางเพื่อการบริหารกิจการของกองรีท (REITs) แก่ทรัสต์ โดยกฎหมายดังกล่าวรับรองให้มติของที่ประชุมผู้ถือหน่วยรีทถือเป็นหลักการที่ทรัสต์จะต้องปฏิบัติตาม เว้นแต่จะถูกกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในสัญญาก่อตั้งทรัสต์<sup>230</sup> ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทตามกฎหมาย Companies Act of Japan<sup>231</sup> เป็นอย่างมาก<sup>232</sup>



<sup>228</sup>Real Estate Investment Trust Data Portal, "J-Reit Data."

<sup>229</sup> Article 107 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho), provides that "A Beneficiary may request that a Trustee (if there is a Trust supervisor at the time in question, the Trustee or the Trust supervisor) convene a Beneficiaries meeting by pointing out the particulars which are the subject of the Beneficiaries meeting and showing the reasons for convocation."

<sup>230</sup> Article 105 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>231</sup> Article 309 – 324 Of of the Companies Act (Act No. 86 of 2005)

<sup>232</sup> Lusina Ho and Rebecca Lee, *Trust Law in Asian Civil Law Jurisdictions.*, at 39

## บทที่ 4

### สถานะทางกฎหมายของกองทรัสต์ตามกฎหมายไทย

#### 4.1 วิวัฒนาการของทรัสต์ในประเทศไทย

ก่อนที่จะมีการประกาศใช้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์บรรพ 6 ในปี พ.ศ. 2478 นั้น ประเทศไทยมีการนำทรัสต์มาใช้ในรูปแบบของการก่อตั้งทรัสต์ที่เกิดขึ้นในหลายลักษณะ เช่น ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นโดยพระบรมราชโองการ หรือทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตามพินัยกรรมหรือนิติกรรมสัญญา ซึ่งในขณะนั้นศาลไทยก็ได้นำเอากฎหมายลักษณะทรัสต์ของอังกฤษที่เป็นหลักเอ็คควิตี้ (Equity) ในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) มาใช้บังคับโดยตรง ต่อมาจึงมีการแก้ไขประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1686 ในปี 2550 ว่า

*“มาตรา 1686 อันว่าทรัสต์นั้น จะก่อตั้งขึ้นโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมด้วยพินัยกรรม หรือด้วยนิติกรรมใด ๆ ที่มีผลในระหว่างชีวิตก็ดีหรือเมื่อตายแล้วก็ดี ห้ามผลไม่”*

จากบทบัญญัติดังกล่าว จะเห็นได้ว่ากฎหมายได้วางหลักห้ามมิให้มีการก่อตั้งทรัสต์ โดยกำหนดให้ทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมและไม่ว่าจะก่อตั้งโดยพินัยกรรมหรือโดยนิติกรรมใดๆ ที่มีผลในระหว่างชีวิตก็ดีหรือเมื่อตายแล้วก็ดี ไม่มีผลใช้บังคับ ทั้งนี้ เนื่องจากเจตนาของกรการร่างกฎหมายในขณะนั้นมีเหตุผลในทางเศรษฐศาสตร์ว่า ต้องการให้มีการกระจายทรัพย์สินไปยังบุคคลอื่นเพื่อให้เกิดการหมุนเวียนทรัพย์สินโดยรวมของประเทศ เพราะหากยอมให้มีการก่อตั้งทรัสต์ก็อาจเกิดการผูกขาดทางธุรกิจหรือทรัพย์สินโดยบุคคลเพียงกลุ่มเดียวซึ่งจะทำให้ไม่เกิดความเคลื่อนไหวในทางเศรษฐกิจ<sup>1</sup>

อย่างไรก็ดี แม้จะมีการออกกฎหมายห้ามมิให้มีการก่อตั้งทรัสต์ในประเทศไทย แต่หลักกฎหมายเรื่องทรัสต์ก็ยังคงมีการรับรองฐานะและมีการบังคับใช้กฎหมายแก่ทรัสต์ที่ได้ก่อตั้งขึ้นก่อนมีการประกาศใช้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 6 ตัวอย่างเช่น

<sup>1</sup> บันทึกการประชุมคณะกรรมการกฤษฎีกา (คณะที่ 3) ครั้งที่ 1 (28/2547) 6/2547 วันอังคารที่ 27 มกราคม 2547, หน้า 3



คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 862/2495 “กรณีจะเป็นทรัพย์สินนั้น ต้องมีข้อความให้เห็นได้ว่า ยกกรรมสิทธิในทรัพย์สินให้ แต่ผูกมัดไว้ว่าผู้รับกรรมสิทธิ์นั้นจะต้องใช้ทรัพย์สินนั้นให้เป็นประโยชน์ แก่บุคคลใดๆ อันกำหนดตัวได้แน่นอนหรือเพื่อสาธารณะกุศลอันแน่นอน”

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 728/2506 “ทรัพย์สินที่ก่อตั้งขึ้นก่อนประกาศใช้ประมวลกฎหมายแพ่ง และพาณิชย์อาจก่อตั้งขึ้นโดยนิติกรรมหรือพินัยกรรม อำนาจหน้าที่ของทรัพย์สินจึงต้องเป็นไปตาม ข้อกำหนดแห่งนิติกรรมหรือพินัยกรรมนั้น กับต้องปฏิบัติภายในขอบเขตแห่งข้อกำหนดและ วัตถุประสงค์ของการก่อตั้งทรัพย์สินด้วย แม้ทรัพย์สินจะเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่เป็นทรัพย์สิน ก็ให้นำอำนาจกรรมสิทธิ์ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาใช้โดยตลอดไปไม่ได้”

คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 2676/2528 “โจทก์เป็นทรัพย์สินผู้หนึ่งย่อมมีอำนาจจัดการรวมตั้ง การฟ้องคดีเกี่ยวกับทรัพย์สินอันเป็นทรัพย์สินได้ตามหนังสือก่อตั้งทรัพย์สิน ซึ่งทรัพย์สินดังกล่าวได้ก่อตั้ง และจดทะเบียนต่อสถานทูตอังกฤษ เมื่อ 80 ปีมาแล้ว”

จนกระทั่งปี 2550 มีการออกพระราชบัญญัติแก้ไขเพิ่มเติมประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พ.ศ. 2550 ที่ออกมาแก้ไขมาตรา 1686<sup>2</sup> โดยกำหนดให้การก่อตั้งทรัพย์สินนั้นอาจทำได้เฉพาะในกรณีที่มี บทบัญญัติแห่งกฎหมายให้อำนาจไว้เท่านั้น และในปีเดียวกันก็ได้มีการตราพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อ ธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550<sup>3</sup> (“พระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ”) ขึ้นใช้บังคับซึ่ง เป็นกฎหมายฉบับแรกของประเทศไทยที่ว่าด้วยการก่อตั้งทรัพย์สิน โดยจะได้กล่าวถึงพระราชบัญญัติท ทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ในรายละเอียดต่อไป

## 4.2 ทรัพย์สินตามพระราชบัญญัติทรัพย์สินเพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

### 4.2.1 แนวคิดในการก่อตั้งทรัพย์สินในประเทศไทย

เนื่องจากแนวคิดในเรื่องทรัพย์สินนั้น มีที่มาจากหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) ที่เกิดขึ้นในประเทศอังกฤษ ซึ่งมีหลักการที่เป็นสาระสำคัญและแตกต่างจาก หลักกฎหมายของประเทศที่ใช้กฎหมายในระบบซีวิลลอว์ (Civil Law) เนื่องจากเป็นหลักกฎหมายที่มี การแบ่งแยกความเป็นเจ้าของทรัพย์สิน (Legal Owner) ออกจากสิทธิในการได้รับประโยชน์

<sup>2</sup> ราชกิจจานุเบกษา เล่ม 125/ตอนที่ 9 ก/หน้า 42/14 มกราคม 2551

<sup>3</sup> ราชกิจจานุเบกษา เล่ม 125/ตอนที่ 9 ก/หน้า 16/14 มกราคม 2551

จากทรัพย์สิน (Beneficiaries Owner) แต่อย่างไรก็ดี หลักการเรื่องทรัสต์นั้นได้มีอยู่แล้วในประเทศไทย ซึ่งมูลนิธินี้ก็เป็นตัวอย่างหนึ่งที่มีการก่อตั้งโดยใช้โครงสร้างแบบทรัสต์ นอกจากนี้ หลักการในเรื่องทรัสต์ ยังได้แทรกซึมอยู่ในบางส่วนของกรอบธุรกิจรวมถึงธุรกรรมในตลาดทุนหลายธุรกรรมก็มี หลักการดำเนินการคล้ายทรัสต์ เช่น ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม เป็นต้น แต่ก็เป็นไปได้ว่ามีขอบเขตและมีข้อจำกัดจึงทำให้ธุรกรรมเหล่านี้ยังไม่มีประสิทธิภาพมากเท่าที่ควร นอกจากนี้ บทบัญญัติในรัฐธรรมนูญก็เคยกล่าวถึงผู้ปกครองทรัสต์ซึ่งเป็นนิติบุคคลที่จัดการทรัพย์สิน เพื่อบุคคลอื่นด้วย เป็นต้น<sup>4</sup>

แนวคิดในการก่อตั้งทรัสต์ในประเทศไทยนั้น ได้มีขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 จากการหารือระหว่างหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเพื่อให้มีการนำทรัสต์มาใช้เป็นเครื่องมือในการพัฒนาด้านธุรกิจ จนกระทั่งได้มีการออกเป็นกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติโดยเริ่มจากการนำทรัสต์มาใช้กับธุรกรรมในตลาดทุน คือ พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ซึ่งตราขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างเครื่องมือที่จะช่วยอำนวยความสะดวกและทำให้การทำธุรกรรมในตลาดทุน เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และเพื่อเป็นการสร้างเครื่องมือการระดมทุนที่ทำให้ธุรกรรมในตลาดทุน มีความเป็นสากลมากยิ่งขึ้น โดยกำหนดขอบเขตของการก่อตั้งทรัสต์ว่า ทรัสต์นั้นอาจก่อตั้งขึ้น เพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) ประกาศกำหนด ในเรื่องดังต่อไปนี้<sup>5</sup>

- (1) การออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- (2) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจ เพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- (3) ธุรกรรมอื่นใดที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน

ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่า ในปัจจุบันประเทศไทยได้ยอมรับเอาหลักการของทรัสต์ ซึ่งเป็นหลักกฎหมายที่เกิดขึ้นในประเทศที่ใช้กฎหมายระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) มาบัญญัติไว้เป็นกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติ โดยยอมรับให้มีการก่อตั้งทรัสต์ได้เฉพาะเพื่อวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนตามที่กฎหมายกำหนดเท่านั้น<sup>6</sup>

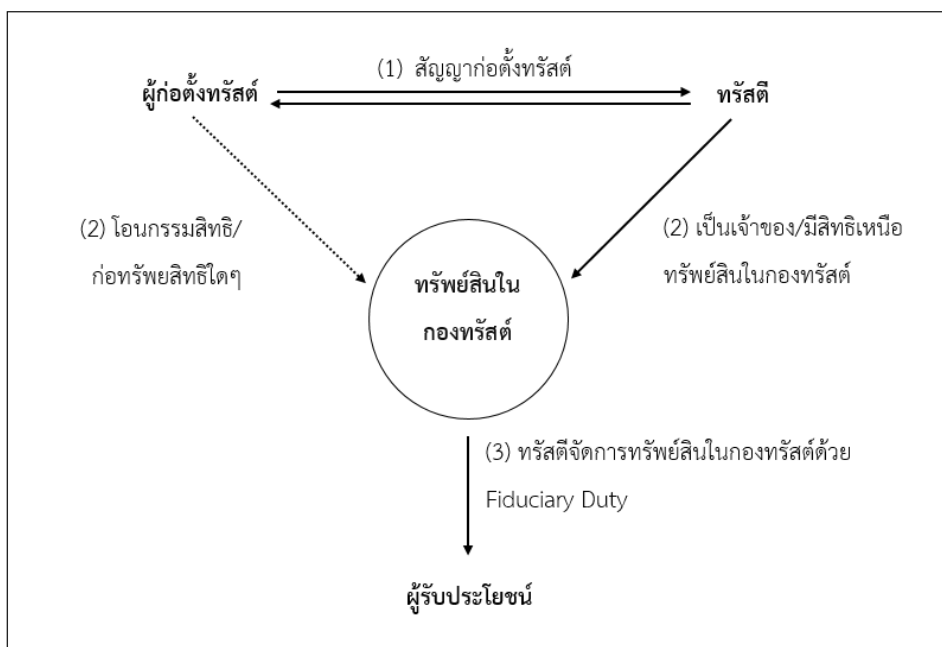
<sup>4</sup> บันทึกการประชุมคณะกรรมการกฤษฎีกา (คณะที่ 3) ครั้งที่ 1 (28/2547) 6/2547 วันอังคารที่ 27 มกราคม 2547, หน้า 5

<sup>5</sup> มาตรา 4 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>6</sup> บันทึกการประชุมคณะกรรมการกฤษฎีกา (คณะที่ 3) ครั้งที่ 1 (28/2547) 6/2547 วันอังคารที่ 27 มกราคม 2547, หน้า 3

#### 4.2.2 ลักษณะของกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

“ทรัสต์” ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีลักษณะเป็นนิติสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ อันเป็นสัญญาซึ่งประกอบด้วยบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าผู้ก่อตั้งทรัสต์ โอนหรือก่อทรัพย์สินสิทธิหรือสิทธิใดๆ ในทรัพย์สินที่จะก่อตั้งขึ้นเป็นกองทรัสต์ให้แก่บุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ทรัสต์ ด้วยความไว้วางใจให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่า ผู้รับประโยชน์ โดยมีลักษณะโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องปรากฏตามภาพด้านล่าง



ภาพที่ 10 ความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทรัสต์  
ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากลักษณะความสัมพันธ์ดังกล่าวก็จะพบว่าทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ เป็นความสัมพันธ์ของบุคคลระหว่างผู้ก่อตั้งและทรัสต์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยมีบุคคลที่เกี่ยวข้องกับสัญญาก่อตั้งทรัสต์คือ ผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินในกองทรัสต์ และโดยผลของการก่อตั้งทรัสต์นี้ มิได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของการเป็นหุ้นส่วนหรือลักษณะอื่นๆ ระหว่างผู้รับประโยชน์กับทรัสต์ และมีได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของการเป็นหุ้นส่วนหรือลักษณะอื่นๆ ระหว่างผู้รับประโยชน์ด้วยกันแต่อย่างใด และ “กองทรัสต์” ก็หมายถึง บรรดาทรัพย์สินที่กำหนดตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และให้หมายความรวมถึงบรรดาทรัพย์สิน ดอกผล หนี้สิน และ

ความรับผิด ที่เกิดขึ้นจากการจัดการตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ หรือตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ด้วย<sup>7</sup>

#### 4.2.2.1 การก่อตั้งกองทรัสต์

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ วางหลักให้การก่อตั้งกองทรัสต์ต้องทำสัญญาเป็นหนังสือ<sup>8</sup> โดยมีรายการและข้อความตามที่กฎหมายกำหนด และผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ดำเนินการใดๆ เพื่อโอนทรัพย์สินหรือก่อทรัพย์สินหรือสิทธิใดๆ ที่จะให้เป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์แก่ทรัสต์แล้ว ซึ่งในกรณีที่การก่อตั้งทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกันกับทรัสต์ ทรัสต์ย่อมก่อตั้งขึ้นเมื่อผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ทำหนังสือแสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์ (Declaration of Trust) ยื่นต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

ทั้งนี้ หากสัญญาก่อตั้งทรัสต์มีรายการและข้อความไม่เป็นไปตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ แล้วจะมีผลให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์ดังกล่าวตกเป็นโมฆะ และพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ยังให้อำนาจคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในการออกประกาศเพื่อกำหนดรายการของสัญญาก่อตั้งทรัสต์เพิ่มเติมได้อีกด้วย

นอกจากนี้ ในกรณีที่มีการทำทรัสต์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนผ่านตลาดทุนนั้น ทรัสต์จะต้องอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับการขออนุญาตออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ต่อประชาชน และข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์”) เนื่องจากการนำทรัสต์มาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนผ่านตลาดทุนนั้น จะต้องนำหน่วยทรัสต์มาจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น สัญญาก่อตั้งทรัสต์นอกจากจะต้องมีรายการตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนดสำหรับการก่อตั้งทรัสต์แต่ละประเภทแล้ว ยังต้องมีรายการตามที่ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดอีกด้วย<sup>9</sup> อาทิ จะต้องไม่มีข้อจำกัดในการโอนหน่วยทรัสต์ ยกเว้นข้อจำกัดที่เป็นไปตามกฎหมายและได้ระบุข้อจำกัดนั้นไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ เป็นต้น

<sup>7</sup> มาตรา 4 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>8</sup> มาตรา 11 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>9</sup> ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับ การเปิดเผยสารสนเทศ และการเพิกถอนหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน พ.ศ. 2558

#### 4.2.2.2 ผลของการก่อตั้งทรัสต์

เมื่อก่อตั้งทรัสต์ขึ้นแล้ว ทรัสต์ที่เกิดขึ้นจะมีผลต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองทรัสต์ ทำให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์มีสิทธิและหน้าที่ต่อกัน กล่าวคือ ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ภายหลังที่ได้แสดงเจตนาก่อตั้งทรัสต์แล้วย่อมมีสิทธิหรือหน้าที่เฉพาะเท่าที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์เท่านั้น เนื่องจากทรัสต์จะกลายเป็นผู้มีสิทธิตามกฎหมาย (Legal Ownership) เนื่อกองทรัสต์ในฐานะผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือผู้มีสิทธิเหนือทรัพย์สินโดยจะทำหน้าที่บริหารจัดการกองทรัสต์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และผู้รับประโยชน์ย่อมมีสิทธิได้รับประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการกองทรัสต์ (Equitable Ownership) ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และมีสิทธิอื่นๆ ตามที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนด<sup>10</sup>

ผลของการก่อตั้งทรัสต์มีผลถึงความคงอยู่ของทรัสต์กล่าวคือ เว้นแต่จะมีการกำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ผลของการก่อตั้งทรัสต์ทำให้ทรัสต์มีความคงอยู่แยกต่างหากจากผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ และผู้รับประโยชน์ ทั้งนี้ ไม่ว่าผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ หรือผู้รับประโยชน์จะสิ้นสภาพบุคคลโดยวิธีใด รวมถึงการเลิกกิจการ การเสียชีวิต และการล้มละลายก็ตาม ทรัสต์ที่ตั้งขึ้นโดยสมบูรณ์แล้วย่อมคงอยู่ต่อไปจนกว่าจะมีเหตุความระงับสิ้นไปของทรัสต์<sup>11</sup> และในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์ย่อมไม่กระทบต่อทรัสต์ที่ได้ก่อตั้งขึ้นแล้ว<sup>12</sup>

#### 4.2.2.3 สถานะทางกฎหมายของทรัสต์

เนื่องจากทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ เป็นเพียงนิติสัมพันธ์ในทางทรัพย์สินซึ่งเกิดขึ้นตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ระหว่างผู้ก่อตั้งทรัสต์กับทรัสต์ ดังนั้น กองทรัสต์ตามกฎหมายไทยจึงมีลักษณะเป็นกองทรัพย์สิน (Pooled Asset) และไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย โดยมีวัตถุประสงค์แห่งสัญญาเป็นทรัพย์สินที่ผู้ก่อตั้งทรัสต์ประสงค์ที่จะโอนเข้าเป็นทรัพย์สินในกองทรัสต์ภายใต้การดูแลของทรัสต์เท่านั้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาสัญญาก่อตั้งทรัสต์ก็จะพบว่า มีลักษณะคล้ายกับสัญญาก่อตั้งบริษัท<sup>13</sup> เพียงแต่ผลของการก่อตั้งทรัสต์ไม่ได้ทำให้ทรัสต์มีสภาพบุคคลตามกฎหมายเหมือนในกรณีของการก่อตั้งบริษัท และโดยที่หลักในเรื่องทรัสต์นั้นเป็น

<sup>10</sup>มาตรา 18 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>11</sup>มาตรา 51 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>12</sup>มาตรา 19 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>13</sup>พินิจ สุทธิธรรม, "กฎหมายทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน: ศึกษาธุรกรรมที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน" (จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2553). หน้า 12

หลักที่พัฒนามาจากหลักเอ็คควิตี้ (Equity) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกฎหมายในระบบคอมมอนลอว์ (Common Law) ดังนั้น ความเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองทรัสต์จึงแบ่งออกได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

### (1) ความเป็นเจ้าของทรัพย์สินทางนิติบัญญัติ (Legal Ownership)

คือความเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่กฎหมายรับรอง เนื่องจากมีการปรากฏหลักฐานทางทะเบียนหรือในเอกสารอย่างใดอย่างหนึ่งของทรัพย์สินนั้นๆ (Legal Title) เช่น เอกสารสิทธิโฉนดที่ดิน เป็นต้น โดยผู้ที่มีชื่อปรากฏอยู่ในหลักฐานทางทะเบียนย่อมได้รับประโยชน์จากข้อสันนิษฐานของกฎหมายให้เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ และย่อมมีสิทธิที่จะใช้สอยและสามารถจำหน่าย จ่าย โอนทรัพย์สินในกองทรัสต์รวมถึงดอกผลอันเกิดจากทรัพย์สินที่เป็นของกองทรัสต์ด้วย ซึ่งเมื่อพิจารณาจากลักษณะความสัมพันธ์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ก็จะพบว่า ผู้ที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินทางนิติบัญญัติหรือเป็นผู้ถือสิทธิตามกฎหมายนั้น ก็คือ ทรัสต์ (Trustee) หากแต่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้วางหลักให้ ทรัพย์สินของกองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่แยกต่างหากจากทรัพย์สินของทรัสต์ โดยทรัสต์มีหน้าที่อันเกิดจากความไว้วางใจที่จะต้องดูแลและบริหารจัดการทรัพย์สินในกองทรัสต์เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์ โดยรายละเอียดจะได้กล่าวต่อไปในส่วนที่เกี่ยวข้องกับบทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

### (2) ความเป็นเจ้าของทรัพย์สินทางพฤตินัย (Equitable Ownership)

คือความเป็นเจ้าของที่มีสิทธิที่จะได้รับประโยชน์จากทรัพย์สินอันเป็นของกองทรัสต์ แต่ไม่มีอำนาจจำหน่าย จ่าย โอน ทรัพย์สินในกองทรัสต์ ซึ่งเมื่อพิจารณาจากลักษณะความสัมพันธ์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ก็จะพบว่า ผู้ที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินทางพฤตินัยหรือเป็นผู้มีสิทธินี้ก็คือ ผู้รับประโยชน์ (Beneficiary) ของกองทรัสต์นั่นเอง โดยผู้รับประโยชน์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์นี้จะมีสิทธิได้รับประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดการกองทรัสต์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และมีสิทธิอื่นๆ ตามที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์และพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดไว้

ทั้งนี้ การแยกลักษณะของสิทธิในทรัพย์สินของกองทรัสต์ออกเป็น 2 ลักษณะตามที่กล่าวมาข้างต้นนั้น ถือเป็นลักษณะที่สำคัญของทรัสต์อันมีส่วนคล้ายกับลักษณะการแบ่งส่วนความเป็นเจ้าของหรือความเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท เนื่องจากสินทรัพย์ของบริษัทประกอบด้วยส่วนที่เป็นทุนของบริษัท (Equity) ซึ่งมาจากผู้ถือหุ้นของบริษัท และส่วนที่เป็นหนี้ (Debt)

ซึ่งมาจากการขอสินเชื่อหรือการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการของบริษัท โดยเมื่อบริษัทมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจก็จะมีการจัดสรรกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนความเป็นเจ้าของหรือตามจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละรายถือครองอยู่ หากแต่มีความแตกต่างกันตรงที่ผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองทรัสต์ เป็นบุคคลที่ถูกกำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์โดยอาจไม่จำเป็นต้องมีการลงทุนในส่วนของบริษัทเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทก็ได้

#### 4.2.2.4 รูปแบบการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน

พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้เปิดโอกาสให้มีการก่อตั้งทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน โดยกำหนดให้ทรัสต์อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนตามที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.)<sup>14</sup> ประกาศกำหนดในเรื่องต่อไปนี้

- (1) การออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- (2) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคล เฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- (3) ธุรกรรมอื่นที่ส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน

โดยในปัจจุบัน คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ โดยกำหนดให้ทรัสต์อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน<sup>15</sup> ดังนี้

<sup>14</sup>มาตรา 4 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>15</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กช. 8/2552 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้

ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 7/2557 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 2)

ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 4/2558 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 3)

## ที่มีการออกใบทรัสต์

### (1) ทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust)

- (1.1) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและรายใหญ่ (Institutional Investor & High Net Worth Trust Fund)
- (1.2) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust)
- (1.3) การตั้ง Exchange-traded fund ในรูปทรัสต์
- (1.4) การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปทรัสต์ (Special Purpose Trust)
- (1.5) การก่อตั้งทรัสต์ที่เกี่ยวกับการออกตราสารสุกุก (Sukuk)

### (2) ทรัสต์สำหรับการถือครองทรัพย์สินหรือเพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ในการออกหลักทรัพย์ (Passive trust)

- (2.1) การใช้ทรัสต์ในการออกและเสนอขายหุ้นให้กรรมการและพนักงาน
- (2.2) การใช้ทรัสต์ในโครงการร่วมลงทุนระหว่างนายจ้างและลูกจ้าง (Employee Joint Investment Program)
- (2.3) การใช้ทรัสต์ในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์
- (2.4) การตั้งบัญชีเงินสำรอง (Reserve account) หรือเงินทุนทยอยชำระ (Sinking fund) ในรูปทรัสต์เพื่อการชำระหนี้ในการออกหุ้นกู้
- (2.5) การตั้งบัญชีทรัพย์สินในรูปทรัสต์ในการเรียกเก็บหนี้ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ

และต่อมาคณะกรรมการก.ล.ต. ได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้



เพิ่มเติม โดยกำหนดให้สามารถก่อตั้งทรัสต์เพื่อประกอบกิจการเงินร่วมทุน (private equity)<sup>16</sup> และทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure trust)<sup>17</sup> ได้

#### 4.2.3 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts)

##### หรือรีท (REITs)

เดิมการระดมทุนจากประชาชนเพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แล้วนำอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวไปจัดหาประโยชน์เพื่อให้มีรายได้และนำมาจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนจะจัดตั้งขึ้นในรูปของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (“กอง 1”) ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้โครงสร้างกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (“พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ”) แต่การจัดรูปแบบการระดมทุนภายใต้โครงสร้างของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นมีข้อติดขัดหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถพัฒนารูปแบบการลงทุนและการดำเนินการให้เป็นไปตามแนวทางสากลได้<sup>18</sup> โดยเฉพาะข้อจำกัดเกี่ยวกับการกักเงินในนามของกองทุนรวมเพื่อนำไปลงทุนหรือซ่อมแซมทรัพย์สินตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งห้ามกองทุนรวมกักเงินหรือก่อภาระผูกพันใดๆ แก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม เว้นแต่เป็นการเข้าผูกพันตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด<sup>19</sup> รวมถึงการเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนและบริหารอสังหาริมทรัพย์เข้ามาจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไม่สามารถกระทำได้เนื่องจากการจัดตั้งกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ก่อตั้งและบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทุนรวมจะต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมเท่านั้น<sup>20</sup> เป็นต้น

<sup>16</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 7/2557 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 2)

<sup>17</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 4/2558 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 3)

<sup>18</sup>เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยริทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit), หน้า 1

<sup>19</sup>มาตรา 126 (5) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 “ในการจัดการกองทุนรวม ห้ามมิให้บริษัทหลักทรัพย์กระทำการดังต่อไปนี้ (5) กักเงินในนามของกองทุนรวม หรือก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม เว้นแต่เป็นการเข้าผูกพันตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้า หรือตามหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด”

<sup>20</sup>มาตรา 117 พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ดังนั้น สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) จึงมีแนวคิดที่จะนำรูปแบบการจัดการทรัพย์สินแบบทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มาใช้เพื่อประโยชน์ในการระดมทุนเพื่อนำไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ เรียกว่า “ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์”(Real Estate Investment Trusts) หรือ “รีท” (REITs) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ

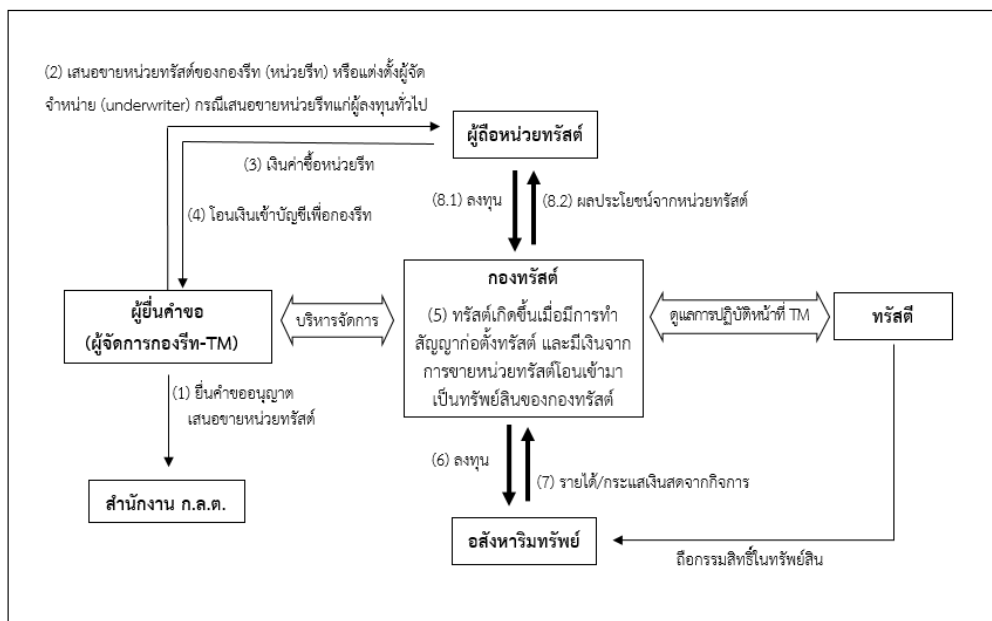
(1) พัฒนาการระดมทุนและการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นไปตาม แนวทางสากล และ

(2) เพิ่มความยืดหยุ่นในการจัดตั้งและจัดการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เช่น การไม่จำกัดประเภททรัพย์สินที่ลงทุน การเพิ่มความยืดหยุ่นในการเสนอขายและจัดสรรหน่วยรีท ให้เป็นไปตามกลไกตลาดมากขึ้น การเปิดให้รีท (REITs) สามารถพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้เองบางส่วน การอนุญาตให้สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ การอนุญาตให้กู้ยืมเงินได้มากขึ้น และการเปิดให้บริษัทที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทำหน้าที่บริหารจัดการ กองรีท (REITs) ได้ เป็นต้น<sup>21</sup>

นอกจากนี้ เพื่อให้รีท (REITs) สามารถระดมผ่านตลาดทุนได้ คณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยอาศัยอำนาจตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ออกประกาศคณะกรรมการ กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดประเภทหลักทรัพย์เพิ่มเติม โดยกำหนดให้ “ใบทรัสต์” (trust certificate) หรือ ตราสารที่แสดงสิทธิของผู้ถือในฐานะผู้รับประโยชน์ในทรัสต์ ซึ่งมีการแบ่งเป็นหน่วย โดยหน่วยชนิดเดียวกันมีมูลค่าที่เท่ากัน (unitization) หรือที่เรียกว่า “หน่วยทรัสต์” (Unit Trust) เป็น “หลักทรัพย์” ตามมาตรา 4(10) ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ฯ และโดยที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ในฐานะที่เป็นผู้มีบทบาทในการวางนโยบาย เกี่ยวกับการส่งเสริมและพัฒนาตลาดเงินกำกับดูแลทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน และอีกหนึ่งภารกิจ ในการพัฒนาตลาดทุนไทย ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญในการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการระดมทุน ผ่านตลาดทุนไทย จึงได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขาย หน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยอนุญาตให้มีการออกและเสนอขาย หน่วยทรัสต์ของกองรีท (REIT) หรืออาจเรียกว่า หน่วยรีท ภายใต้หลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

<sup>21</sup>เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยรีทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit)., หน้า 1

โดยลักษณะของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือ “รีท” (REITs) นั้น มีลักษณะการจัดโครงสร้างปรากฏตามภาพ



ภาพที่ 11 โครงสร้างของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>22</sup>

#### 4.2.3.1 การก่อตั้งกองรีท (REITs)

เนื่องจากกองรีท (REITs) เป็นรูปแบบหนึ่งของการนำทรัสต์มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น การจัดตั้งกองรีท (REITs) จึงอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ด้วย โดยจะต้องทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์เป็นหนังสือและจะต้องมีรายการตามที่ระบุไว้ในกฎหมายและตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด<sup>23</sup> และผู้ก่อตั้ง

<sup>22</sup> Ibid., หน้า 4

<sup>23</sup> ข้อ 3 ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล) กำหนดให้ “สัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ให้ประกอบด้วยรายการอย่างน้อยดังต่อไปนี้

- (1) รายการเกี่ยวกับการก่อตั้งกองทรัสต์
- (2) รายการเกี่ยวกับหน่วยทรัสต์
- (3) รายการเกี่ยวกับการเพิ่มทุนของกองทรัสต์
- (4) รายการเกี่ยวกับการลดทุนชำระแล้วของกองทรัสต์
- (5) รายการเกี่ยวกับผู้ถือหน่วยทรัสต์

กองทรัสต์<sup>24</sup> จะต้องทำการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินหรือก่อทรัพย์สินหรือสิทธิใดๆ ที่จะให้เป็นทรัพย์สินในกองทรัสต์แก่ทรัสต์ และเพื่อให้กองรีท (REIT) ที่จัดตั้งขึ้นนั้นสามารถใช้เป็นเครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุน และเพื่อให้หน่วยรีทมีสภาพคล่องโดยผู้ถือหน่วยรีทสามารถทำการซื้อขายหน่วยรีทได้โดยอิสระ ดังนั้น การก่อตั้งกองรีท (REIT) จึงต้องมีวัตถุประสงค์ในการนำหน่วยรีทซึ่งเป็นตราสารแสดงสิทธิของผู้ถือในฐานะผู้รับประโยชน์ในกองรีท (REIT) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์<sup>25</sup> และจะต้องได้รับอนุญาตให้เสนอขายหน่วยรีทจากสำนักงาน ก.ล.ต. ด้วย

#### 4.2.3.2 การขออนุญาตเพื่อเสนอขายหน่วยรีท

หลักเกณฑ์ในการขออนุญาตเพื่อเสนอขายหน่วยรีทนั้นจะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่า การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>26</sup> ซึ่งกำหนดให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์ที่จะเข้าเป็น

(6) รายการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนหน่วยทรัสต์ การโอนหน่วยทรัสต์และข้อจำกัดการโอน และการออกเอกสารแสดงสิทธิ

(7) รายการเกี่ยวกับการลงทุนของกองทรัสต์

(8) รายการเกี่ยวกับการจัดหาผลประโยชน์ของกองทรัสต์

(9) รายการเกี่ยวกับการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ และการก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์

(10) รายการเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

(11) รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมระหว่างกองทรัสต์กับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับผู้จัดการกองทรัสต์

(11/1) รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมที่เป็นการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกองทรัสต์กับทรัสต์

(12) รายการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์

(13) รายการเกี่ยวกับการจ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์

(14) รายการเกี่ยวกับการขอมติและการประชุมผู้ถือหน่วยทรัสต์

(15) รายการเกี่ยวกับการจำกัดสิทธิในการรับประโยชน์ตอบแทน การจัดการกับประโยชน์ตอบแทน และสิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหน่วยทรัสต์

(16) รายการเกี่ยวกับทรัสต์

(17) รายการเกี่ยวกับผู้จัดการกองทรัสต์

(18) รายการเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่าย

(19) รายการเกี่ยวกับการแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(20) รายการเกี่ยวกับการเลิกกองทรัสต์”

<sup>24</sup>มาตรา 12 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 “ผู้ที่จะเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ได้ต้องเป็นนิติบุคคลดังต่อไปนี้

(1) บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (3) นิติบุคคลที่มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด”

<sup>25</sup>ข้อ 10(1)(ง) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>26</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (แก้ไขล่าสุด ฉบับที่ 8 ลงวันที่ 10 ก.พ.2559 และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มี.ค. 2559)

ผู้จัดการกองรีท หรือผู้จัดการกองรีทเป็นผู้ยื่นขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต.<sup>27</sup> โดยมีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ร่วมจัดทำและรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลในคำขออนุญาต<sup>28</sup> พร้อมด้วยหลักฐานดังต่อไปนี้<sup>29</sup>

(1) ร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยรีทครั้งแรกและยังมีได้ก่อตั้งกองรีท (REITs) หรือสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในส่วนที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมในกรณีที่มีการจัดตั้งกองรีท (REITs) แล้ว

(2) ร่างสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการกองรีทในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยรีทครั้งแรกและยังมีได้ก่อตั้งกองรีท (REITs) หรือสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการกองรีทในส่วนที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมในกรณีที่มีการจัดตั้งกองรีท (REITs) แล้ว (ถ้ามี)

(3) แบบแสดงรายการข้อมูล หรือเอกสารที่แสดงสาระสำคัญตามแบบแสดงรายการข้อมูล

(4) รายงานการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) จะลงทุน โดยต้องเป็นการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์อย่างเต็มรูปแบบที่มีการตรวจสอบเอกสารสิทธิและเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะในการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน เป็นเวลาไม่เกิน 6 เดือนก่อนวันยื่นคำขอ โดยผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. อย่างน้อย 2 ราย<sup>30</sup>

(5) หนังสือรับรองจากทรัสต์ หรือผู้ที่จะเป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) ที่แสดงสาระสำคัญดังต่อไปนี้

(5.1) กรณีที่ยังมิได้จัดตั้งกองรีท (REITs) ต้องมีข้อความที่แสดงว่าบุคคลดังกล่าวยอมรับที่จะเข้าปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) โดยได้ศึกษาเอกสารหลักฐานต่างๆ ที่ผู้ขออนุญาตยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. แล้ว และรับรองว่าร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์เป็นไป

<sup>27</sup>ข้อ 5 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>28</sup>ข้อ 9 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล) “...เว้นแต่ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตมีลักษณะที่ครบถ้วนตาม ข้อ 9 (1)-(2) จะไม่จัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ร่วมจัดทำคำขออนุญาตก็ได้”

<sup>29</sup>ข้อ 6 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>30</sup>ข้อ 12 (5) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

ตามสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด<sup>31</sup> และตนมีความพร้อมที่จะปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) นั้น

(5.2) กรณีที่กองรีท (REITs) จัดตั้งขึ้นแล้ว ต้องมีข้อความที่แสดงว่า บุคคลดังกล่าวรับรองว่ากระบวนการเพิ่มทุนของกองรีท (REITs) เป็นไปโดยชอบตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ตลอดจนเป็นไปตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด โดยได้ศึกษาเอกสารหลักฐานต่างๆ ที่ผู้ขออนุญาต ยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. แล้ว

(6) เอกสารหลักฐานอื่นตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

นอกจากนี้ หากเป็นการขออนุญาตเสนอขายหน่วยรีทที่ออกใหม่ ของกองรีท (REITs) ที่มีการประกันรายได้ บุคคลที่ขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์จะต้องยื่นเอกสาร ดังต่อไปนี้ด้วย

(1) สรุปลงสาระสำคัญของร่างสัญญาประกันรายได้

(2) ข้อมูลเกี่ยวกับผู้รับประกันรายได้ที่เป็นนิติบุคคลซึ่งระบุ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของผู้รับประกันรายได้ครั้งล่าสุดซึ่งต้องไม่เกินหนึ่งปีก่อนวันยื่นคำขอ และเป็นการจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ

(3) เอกสารแสดงความเห็นของผู้ขออนุญาตเกี่ยวกับความสามารถ ของผู้รับประกันรายได้ในการปฏิบัติตามสัญญาประกันรายได้ ทั้งนี้ ในกรณีที่ผู้รับประกันรายได้ เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน<sup>32</sup> กับผู้ขออนุญาต ต้องมีเอกสารแสดงความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงิน เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวด้วย

(4) รายงานการสอบบัญชีของผู้รับประกันรายได้ สำหรับ 3 รอบปีบัญชี ย้อนหลังก่อนยื่นคำขอ โดยอย่างน้อยรอบปีบัญชีล่าสุดต้องจัดทำโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบ

<sup>31</sup>ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เป็นไปตามประกาศ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และแก้ไขเพิ่มเติมล่าสุด โดย ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการ และ ข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 และมีผลบังคับใช้ ตั้งแต่ 1 ก.ย. 2557 เป็นต้นไป

<sup>32</sup>“บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน” หมายความว่า บุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ในการทำ รายการที่เกี่ยวข้องกัน (ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)

จากสำนักงาน ก.ล.ต. เว้นแต่กรณีที่ได้รับประกันรายได้จัดให้มีหนังสือค้ำประกันของธนาคารพาณิชย์ หรือหลักประกันอื่นที่เทียบเท่าซึ่งครอบคลุมตามจำนวนและระยะเวลาที่ผู้รับประกันรายได้รับประกันไว้

### 4.2.3.3 การทำธุรกรรมของกองรีท (REITs)

#### 4.2.3.3.1 นโยบายการลงทุนของกองรีท (REITs)

เนื่องจากทรัพย์สินหลักที่กองรีท (REITs) จะลงทุนได้จะต้องเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครอง<sup>33</sup> เช่น เป็นการได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ที่มีการออก น.ส. 3 ก. หรือเป็นการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการออกตราสารแสดงกรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครองประเภท น.ส. 3 ก. โดยอาจเป็นการลงทุนโดยตรงหรือเป็นการลงทุนโดยทางอ้อมผ่านการถือหุ้นในบริษัทที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อดำเนินการในลักษณะเดียวกันกับกองรีท (REIT)<sup>34</sup> โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

#### (1) กรณีกองรีท (REITs) มีการลงทุนโดยตรง

กรณีกองรีท (REITs) มีการลงทุนโดยตรงผ่านทรัพย์สินหลักที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ อสังหาริมทรัพย์ของกองรีท (REITs) หรือที่กองรีท (REITs) ได้มาจะต้องมีมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท และต้องมีลักษณะดังนี้

(1.1) ไม่อยู่ในบังคับแห่งทรัพย์สินสิทธิหรือมีข้อพิพาทใดๆ เว้นแต่ผู้จัดการกองรีทและทรัสต์ได้พิจารณาโดยมีความเห็นเป็นลายลักษณ์อักษรว่าการอยู่ภายใต้บังคับแห่งทรัพย์สินสิทธิหรือการมีข้อพิพาทนั้นไม่กระทบต่อการหาประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และเงื่อนไขการได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์นั้นยังเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยรีทโดยรวม

(1.2) การทำสัญญาเพื่อให้ได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ต้องไม่มีข้อตกลงหรือข้อผูกพันใดๆ ที่อาจมีผลให้กองรีท (REITs) ไม่สามารถจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ในราคายุติธรรม (ในขณะที่มีการจำหน่าย) เช่น ข้อตกลงที่ให้สิทธิแก่คู่สัญญาในการซื้ออสังหาริมทรัพย์

<sup>33</sup>ข้อ 12 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>34</sup>ข้อ 13 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

ของกองรีท (REITs) ได้ก่อนบุคคลอื่น โดยมีการกำหนดราคาไว้แน่นอนล่วงหน้า หรืออาจมีผลให้กองรีท (REITs) มีหน้าที่มากกว่าหน้าที่ปกติที่ผู้เช่าพึงมีเมื่อสัญญาเช่าสิ้นสุดลง เป็นต้น

(1.3) อสังหาริมทรัพย์ที่ได้มาต้องพร้อมจะนำไปจัดหาประโยชน์คิดเป็นมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของมูลค่าหน่วยรีทที่ขออนุญาตเสนอขายรวมทั้งจำนวนเงินกู้ยืม (ถ้ามี)

ทั้งนี้ กองรีท (REITs) อาจลงทุนในโครงการที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จ (Green Field ) ได้ โดยมูลค่าของเงินลงทุนที่จะทำให้ได้มาและใช้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้แล้วเสร็จเพื่อนำไปจัดหาประโยชน์ ต้องไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองรีท (REITs) (ภายหลังการเสนอขายหน่วยรีท) และต้องแสดงได้ว่ากองรีท (REITs) จะมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอเพื่อการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว โดยไม่กระทบกับความอยู่รอดของ กองรีท (REITs) ด้วย

## (2) กรณีกองรีท (REITs) มีการลงทุนทางอ้อม

ในกรณีที่กองรีท (REITs) มีการลงทุนทางอ้อมผ่านการถือหุ้นในบริษัทนั้น กองรีท (REITs) จะต้องถือหุ้นในบริษัทดังกล่าวไม่น้อยกว่าร้อยละ 99 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด และไม่น้อยกว่าร้อยละ 99 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้นและจะต้องแสดงได้ว่ามีมาตรการหรือกลไกที่จะทำให้ทรัสต์และผู้จัดการ กองรีท (REITs) สามารถดูแลและควบคุมให้บริษัทดังกล่าวมีการประกอบกิจการเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ในทำนองเดียวกับกรณีที่กองรีท (REITs) ลงทุนในทรัพย์สินหลักนั้นโดยตรง

### 4.2.3.3.2 การบริหารจัดการเพื่อหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินหลักที่กองรีท (REITs) ลงทุน

เนื่องจากกองรีท (REITs) นั้น มีนโยบายการลงทุนในทรัพย์สินหลักที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ และโดยลักษณะของกองรีท (REITs) เองที่มุ่งเน้นที่การลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ต่อเนื่องในระยะยาว ดังนั้น การจัดหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินหลักที่กองรีท (REITs) ลงทุนจึงกระทำได้ในลักษณะที่เป็นการนำอสังหาริมทรัพย์ออกให้เช่าเท่านั้น โดยมีข้อจำกัดมิให้ดำเนินการในลักษณะใดที่เป็นการใช้กองรีท (REITs) เพื่อประกอบธุรกิจอื่น เช่น ธุรกิจโรงแรม



หรือธุรกิจโรงพยาบาล เป็นต้น<sup>35</sup> โดยจะต้องจัดให้มีข้อตกลงที่ให้กำหนดค่าเช่า<sup>36</sup> ส่วนใหญ่ไว้ล่วงหน้า เป็นจำนวนที่แน่นอน ในกรณีที่กองรีท (REITs) จะให้เช่าอสังหาริมทรัพย์แก่บุคคลที่จะนำ อสังหาริมทรัพย์นั้นไปประกอบธุรกิจที่กองรีท (REITs) ไม่สามารถดำเนินการได้เอง เช่น ธุรกิจโรงแรม หรือธุรกิจโรงพยาบาล เป็นต้น และในกรณีที่มีความตกลงให้ผลตอบแทนจากการให้เช่าทรัพย์สิน ของกองรีท (REITs) ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของผู้เช่านั้น จำนวนเงินค่าเช่าสูงสุดที่อ้างอิงกับ ผลประกอบการดังกล่าวจะต้องไม่เกินกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนเงินค่าเช่าที่กำหนดไว้แน่นอนล่วงหน้า

#### 4.2.3.3 การกู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันของกองรีท (REITs)

ลักษณะประการหนึ่งของกองรีท (REITs) ที่แตกต่างจาก กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็คือการที่กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงินได้ โดยการกู้ยืมเงินหรือ ก่อภาระผูกพันของกองรีท (REITs) จะต้องระบุไว้อย่างชัดเจนในสัญญาก่อตั้งทรัสต์รวมถึงสัดส่วน ที่กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงินได้นั้นจะต้องมีมูลค่าไม่เกินอัตราส่วนที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศ กำหนดดังนี้<sup>37</sup> เว้นแต่การเกินอัตราส่วนดังกล่าวมิได้เกิดจากการกู้ยืมเงินเพิ่มเติม

(1) ไม่เกินร้อยละ 35 ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของ กองรีท (REITs) หรือ

(2) ไม่เกินร้อยละ 60 ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของ กองรีท (REITs) ในกรณีที่กองรีท (REITs) มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับที่สามารถลงทุนได้ (investment grade) ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือครั้งล่าสุดที่ได้รับการจัดอันดับโดยสถาบัน การจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ไม่เกิน 1 ปีก่อนวันกู้ยืมเงิน

ทั้งนี้ อัตราส่วนการกู้ยืมข้างต้น ให้หมายความรวมถึงการออก ตราสารหรือการเข้าทำสัญญาไม่ว่าในรูปแบบใดที่มีความมุ่งหมายหรือเนื้อหาสาระที่แท้จริง (substance) เข้าลักษณะเป็นการกู้ยืมเงินด้วย

<sup>35</sup>ข้อ 10 (3) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>36</sup> “ค่าเช่า” หมายความว่า ค่าตอบแทนที่ได้รับจากการให้เช่า การให้ใช้พื้นที่ หรือการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการให้เช่าหรือให้ใช้พื้นที่ แล้วแต่กรณี (ข้อ 1 ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับ รายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์(ฉบับประมวล))

<sup>37</sup>ข้อ 14 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

นอกจากนี้ในกรณีที่กองรีท (REITs) จะก่อภาระผูกพันใดๆ นั้น กองรีทจะถูกจำกัดให้กระทำเฉพาะกรณีที่จำเป็นและเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการทรัพย์สินของ กองรีท (REITs) ดังต่อไปนี้<sup>38</sup>

(1) เป็นการก่อภาระผูกพันซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการทำ ข้อตกลงหลักที่กองรีท (REITs) สามารถกระทำได้เช่น การนำทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไปเป็น หลักประกันการชำระเงินกู้ยืม เป็นต้น

(2) เป็นการก่อภาระผูกพันที่เป็นเรื่องปกติในทางพาณิชย์ หรือเป็นเรื่องปกติในการทำธุรกรรมประเภทนั้น

#### 4.2.3.4 บทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์

เนื่องจากทรัสต์ (Trustee) คือ บุคคลที่ได้รับมอบหมายให้ดูแล และบริหารจัดการกองรีท (REITs) เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ซึ่งเป็นผู้ถือหน่วยรีท โดยเป็นผู้มีสิทธิ ตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินซึ่งเป็นกองรีท (REITs) ในฐานะผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินหรือผู้มีสิทธิเหนือ ทรัพย์สินนั้น (Legal Ownership) และมีหน้าที่จัดการทรัพย์สินซึ่งเป็นกองรีท (REITs) ตามสัญญา ก่อตั้งทรัสต์และตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน<sup>39</sup> โดยพระราชบัญญัติทรัสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้กำหนดให้บุคคลที่จะเป็นทรัสต์นั้น จะต้องเป็นผู้ที่ได้รับอนุญาตให้ ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ ตามประกาศรายชื่อบุคคลซึ่งได้รับใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ ตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. ประกาศกำหนด และไม่มีข้อห้ามตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ เช่น ไม่อยู่ระหว่างถูกพักการประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ หรือถูกเพิกถอน การอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์ หรือถูกสั่งห้ามมิให้ทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์<sup>40</sup> โดยบุคคลที่ จะประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์จะต้องยื่นคำขอและได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจเป็นทรัสต์จาก คณะกรรมการ ก.ล.ต. และจะต้องมีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด โดยต้องเป็น บุคคลดังต่อไปนี้<sup>41</sup>

<sup>38</sup> ข้อ 15 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>39</sup> มาตรา 18 (2) พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>40</sup> มาตรา 16 (2) พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>41</sup> มาตรา 55 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

- (1) ธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์
- (2) สถาบันการเงินที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (3) นิติบุคคลอื่นใดตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด

นอกจากนี้ พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ยังมีบทบัญญัติที่วางหลักเกี่ยวกับสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์ไว้เป็นจำนวนมาก โดยกำหนดให้ทรัสต์จะต้องจัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและจะต้องมีความระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์และไม่กระทำการใดอันเป็นการขัดหรือแย้งกับประโยชน์ของกองทรัสต์ ไม่ว่าจะการกระทำนั้นจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ของทรัสต์เองหรือประโยชน์ของผู้อื่น เว้นแต่เป็นการเรียกค่าตอบแทนในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ หรือทรัสต์แสดงให้เห็นได้ว่าได้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะที่เป็นธรรมและได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้รับประโยชน์ทราบก่อนอย่างเพียงพอแล้ว โดยผู้รับประโยชน์ที่ได้ทราบข้อมูลดังกล่าวมิได้แสดงการคัดค้าน และทรัสต์อาจต้องรับผิดในกรณีที่ทรัสต์ละเว้นจากการปฏิบัติหน้าที่ของการเป็นทรัสต์ หรือปฏิบัติหน้าที่โดยไม่สุจริต หรือโดยประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรง<sup>42</sup>

อนึ่ง เนื่องจากการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองรีท (REITs) นั้น ถูกกำหนดไว้ทั้งในระดับของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และในระดับประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. เช่น การที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ วางหลักให้ทรัสต์มีหน้าที่จัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์<sup>43</sup> และประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>44</sup> ได้กำหนดให้<sup>45</sup>ทรัสต์จะต้องพิจารณาความพร้อมของตนเองในการปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) และรับเป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) เฉพาะกรณีที่มั่นใจว่าจะสามารถปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและเป็นอิสระ<sup>46</sup>

<sup>42</sup>มาตรา 30 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>43</sup>มาตรา 30 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>44</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>45</sup>ข้อ 11 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>46</sup>ข้อ 12 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ “ในกรณีดังต่อไปนี้ ให้ถือว่าทรัสต์ขาดความเป็นอิสระ และจะรับเป็นทรัสต์ของกองทรัสต์มิได้

ทั้งนี้ เนื่องจากแนวคิดของกฎหมายทรัสต์ตามหลักคอมมอนลอว์ (Common Law) อันมีพื้นฐานมาจากหลักเอ็คควิตี้ (Equity) นั้น มองว่าบุคคลผู้เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์จะต้องปฏิบัติหน้าที่ให้สมกับที่ได้รับความไว้วางใจให้ดูแลประโยชน์ของบุคคลอื่น การทำหน้าที่ของทรัสต์จึงต้องประกอบไปด้วย Fiduciary Duties อันได้แก่ (1) จัดการทรัสต์ด้วยความระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพและด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (duty of prudence) และ (2) จัดการทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (good faith) และเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้รับประโยชน์ (duty of loyalty) ดังนั้น ในการจัดการกองทรัสต์จึงไม่อาจตกลงยกเว้นความรับผิดชอบของทรัสต์ในกรณีที่ทรัสต์ไม่ปฏิบัติหน้าที่โดยจงใจโดยไม่สุจริต หรือโดยประมาทเลินเล่ออย่างร้ายแรงได้<sup>47</sup> และทรัสต์จะต้องไม่กระทำการใดอันเป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของกองทรัสต์ ไม่ว่าจะการกระทำนั้นจะเป็นไปเพื่อประโยชน์ของทรัสต์เองหรือประโยชน์ของผู้อื่น เว้นแต่เป็นการเรียกค่าตอบแทนในการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ หรือทรัสต์แสดงให้เห็นได้ว่าได้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะที่เป็นธรรมและได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้รับประโยชน์ทราบก่อนอย่างเพียงพอแล้ว โดยผู้รับประโยชน์ที่ได้ทราบข้อมูลดังกล่าวมิได้แสดงการคัดค้าน<sup>48</sup>

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าบทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์เริ่มตั้งแต่มีสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยทรัสต์ต้องดูแลให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์มีสาระสำคัญเป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง<sup>49</sup> และในกรณีการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองทรัสต์ (REITs) นั้น ทรัสต์ต้องมอบหมายหน้าที่การบริหารจัดการกองทรัสต์ (REITs) ให้แก่ผู้จัดการกองทรัสต์ (REITs) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

(1) มีความเกี่ยวข้องกับผู้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) เป็นผู้ถือหุ้นในผู้จัดการกองทรัสต์เกินร้อยละห้าของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของผู้จัดการกองทรัสต์ดังกล่าว

(ข) มีผู้จัดการกองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นในทรัสต์เกินร้อยละห้าของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของทรัสต์ดังกล่าว

(ค) มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในผู้จัดการกองทรัสต์

(ง) มีกรรมการหรือผู้บริหารของทรัสต์เป็นบุคคลเดียวกับกรรมการหรือผู้บริหารของผู้จัดการกองทรัสต์

(จ) มีความเกี่ยวข้องไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมกับผู้จัดการกองทรัสต์ในลักษณะทำนองเดียวกับ (ก) (ข) (ค) และ

(ง) หรือในลักษณะอื่นอย่างมีนัยสำคัญในประการที่อาจเป็นเหตุให้ทรัสต์ขาดความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่

(2) เป็นหรือมีความเกี่ยวข้องกับผู้ที่จำหน่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิในอสังหาริมทรัพย์แก่กองทรัสต์ ในลักษณะที่ทำให้

ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์หรือการจัดการผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ได้อย่างเป็นอิสระ

หากปรากฏข้อเท็จจริงในภายหลังจากการเข้ารับเป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ว่าทรัสต์ขาดความเป็นอิสระตามวรรคหนึ่ง ให้ทรัสต์แจ้งกรณีดังกล่าวต่อสำนักงาน ก.ล.ต. พร้อมทั้งแสดงมาตรการที่สมเหตุสมผลและน่าเชื่อได้ว่าจะทำให้ทรัสต์สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างเป็นอิสระภายในสิบห้าวันนับแต่วันที่ปรากฏข้อเท็จจริงดังกล่าว และให้ดำเนินการตามมาตรการที่แสดงไว้ในวัน เว้นแต่สำนักงาน ก.ล.ต. จะมีคำสั่งเป็นอย่างอื่น”

<sup>47</sup> มาตรา 30 วรรคท้าย พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>48</sup> มาตรา 31 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>49</sup> ข้อ 15 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ก.ล.ต.<sup>50</sup> เว้นแต่เป็นการจัดการทรัพย์สินอื่นที่มีใช้ทรัพย์สินหลักซึ่งทรัพย์สินอาจดำเนินการได้ด้วยตนเอง นอกจากนี้ ทรัสต์ของกองรีท (REITs) ยังต้องมีหน้าที่ที่จะต้องติดตาม ดูแล และตรวจสอบให้ผู้จัดการกองรีทหรือผู้ได้รับมอบหมายรายอื่น (ถ้ามี) ดำเนินการในงานที่ได้รับมอบหมายให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องรวมถึงการทำหน้าที่ดังต่อไปนี้ด้วย<sup>51</sup>

(1) ดูแลให้การบริหารจัดการกองรีท (REITs) กระทำโดยผู้จัดการกองรีท (REIT) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตลอดระยะเวลาที่กองรีท (REITs) ตั้งอยู่

(2) ติดตามดูแลและดำเนินการตามที่จำเป็นเพื่อให้ผู้รับมอบหมายมีลักษณะและปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งรวมถึงการถอดถอนผู้รับมอบหมายรายเดิม และการแต่งตั้งผู้รับมอบหมายรายใหม่

(3) การควบคุมดูแลให้การลงทุนของกองรีท (REITs) เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

(4) การควบคุมดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลของกองรีท (REITs) อย่างถูกต้องครบถ้วนตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

(5) การแสดงความเห็นเกี่ยวกับการดำเนินการหรือการทำธุรกรรมเพื่อกองรีท (REITs) ของผู้จัดการกองรีท (REITs) และผู้รับมอบหมายรายอื่น (ถ้ามี) เพื่อประกอบการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นยรีท การเปิดเผยข้อมูลของกองรีท (REITs) ต่อผู้ลงทุน หรือเมื่อสำนักงาน ก.ล.ต. ร้องขอ

นอกจากนี้ ทรัสต์จะต้องเข้าร่วมในการประชุมผู้ถือหุ้นยรีทด้วยทุกครั้ง และหากมีการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นยรีทเพื่อดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่ง ทรัสต์จะต้องปฏิบัติหน้าที่โดยการตอบข้อซักถามและให้ความเห็นเกี่ยวกับการดำเนินการดังกล่าวว่าเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องหรือไม่ รวมถึงการชักท้วงและแจ้งให้ผู้ถือหุ้นยรีททราบว่าการดำเนินการดังกล่าวไม่สามารถกระทำได้ ในกรณีที่การดำเนินการนั้นไม่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้อง<sup>52</sup>

<sup>50</sup>ข้อ 15/1 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>51</sup>ข้อ 16 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>52</sup>ข้อ 18 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

### การป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์

ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่ากองรีท (REITs) เกิดจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ที่ผู้ก่อตั้งกองรีท (REITs) ทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์เพื่อโอนกรรมสิทธิ์หรือก่อทรัพย์สินในทรัพย์สินใดๆ ให้แก่ทรัสต์ ทำให้ทรัสต์มีกรรมสิทธิ์เหนือทรัพย์สินที่เป็นของกองรีท (REITs) และสามารถเข้าทำนิติกรรมหรือทำธุรกรรมต่างๆ กับบุคคลภายนอกเพื่อให้ผู้กักทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ได้ในนามของทรัสต์ โดยกฎหมายกำหนดให้ทรัสต์จะต้องแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรให้บุคคลภายนอกทราบว่า เป็นการกระทำในฐานะทรัสต์ของกองรีท (REITs) และต้องระบุในเอกสารหลักฐานของนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้นให้ชัดเจนว่าเป็นการกระทำในฐานะทรัสต์

นอกจากนี้ บุคคลที่จะเป็นทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะเป็นบุคคลเดียวกันกับผู้รับประโยชน์มิได้ เว้นแต่มีบุคคลอื่นเป็นผู้รับประโยชน์รวมอยู่ด้วย และผู้รับประโยชน์ที่เป็นทรัสต์นั้นจะต้องได้รับประโยชน์จากกองรีทไม่เกินสัดส่วนที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดดังต่อไปนี้<sup>53</sup> ทั้งนี้ หากมีกรณีที่ผู้รับประโยชน์ที่เป็นทรัสต์ได้รับประโยชน์เกินสัดส่วนที่กำหนดให้ประโยชน์ส่วนที่เกินนั้นตกเป็นของผู้รับประโยชน์รายอื่น<sup>54</sup>

(1) ทรัสต์จะถือหน่วยรีทของกองรีท (REITs) ที่ตนทำหน้าที่เป็นทรัสต์ได้ไม่เกินอัตราร้อยละ 50 ของจำนวนหน่วยรีทที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกองรีท (REITs)

(2) ในกรณีที่มีการแบ่งชนิดของหน่วยรีท ทรัสต์จะถือหน่วยรีทของกองรีท (REITs) ที่ตนทำหน้าที่เป็นทรัสต์ได้ไม่เกินอัตราร้อยละ 50 ของจำนวนหน่วยรีทที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของหน่วยรีทแต่ละชนิด

ทั้งนี้ ให้นับรวมหน่วยรีทที่ถือโดยกลุ่มบุคคลเดียวกันกับทรัสต์ด้วย โดยในกรณีที่ทรัสต์เป็นผู้ถือหน่วยรีทในกองรีท (REITs) ที่ตนทำหน้าที่เป็นทรัสต์นั้นหากต้องมีการออกเสียงหรือดำเนินการใดๆ ในฐานะผู้ถือหน่วยรีท ให้ทรัสต์คำนึงถึงและรักษาผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหน่วยรีทโดยรวม และตั้งอยู่บนหลักแห่งความซื่อสัตย์สุจริตและความรอบคอบระมัดระวัง รวมถึงไม่ก่อให้เกิดความขัดแย้งหรือกระทบต่อการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะทรัสต์ของกองรีท (REITs) ดังกล่าว<sup>55</sup>

<sup>53</sup>ข้อ 13 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>54</sup>มาตรา 13 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>55</sup>ข้อ 21 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

นอกจากนี้ ทรัสต์จะกระทำการใดที่เป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของ กองรีท (REITs) หรืออาจทำให้ทรัสต์ขาดความเป็นอิสระมิได้ เว้นแต่เป็นธุรกรรมที่เป็นไปตาม หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้<sup>56</sup>

- (1) เป็นธุรกรรมที่มีมาตรการหรือกลไกตรวจสอบและถ่วงดุลความเป็นธรรมของธุรกรรมดังกล่าว
- (2) ในกรณีที่เป็นการทำธุรกรรมที่เป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของ กองรีท (REITs) ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องให้ผู้ถือหุ้นรายทราบก่อนอย่างเพียงพอแล้ว โดยบุคคลดังกล่าวไม่คัดค้านหรือคัดค้านในจำนวนที่น้อยกว่าหลักเกณฑ์ตามประกาศสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกระทำที่ เป็นการขัดแย้งกับประโยชน์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้กำหนดไว้

#### 4.2.3.5 สิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้นรายรีท

โดยผลของการก่อตั้งทรัสต์ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้น ทำให้ผู้รับประโยชน์ของกองทรัสต์ซึ่งได้แก่ผู้ถือหุ้นรายรีทในกรณีของกองรีท (REITs) มีสิทธิที่จะได้รับประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการกองรีท (REITs) ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ตาม สัดส่วนแห่งผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นรายรีทแต่ละรายพึงได้รับ โดยผู้รับประโยชน์ของกองรีทโดยปกติ จะต้องมียกอย่างน้อย 1 คน แต่เนื่องจากพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ไม่ได้กำหนดว่า ผู้รับประโยชน์จะต้องเป็นบุคคลประเภทใด ดังนั้น ผู้รับประโยชน์จึงต้องถูกระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ โดยอาจกำหนดเป็นชื่อบุคคล คุณสมบัตินั้น หรือลักษณะที่แสดงให้เห็นว่าบุคคลหนึ่งบุคคลใดเป็นผู้รับประโยชน์ก็ได้<sup>57</sup> และผู้รับประโยชน์จะเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ได้เช่นกัน โดยหากกรีท (REITs) มีผู้รับประโยชน์เพียง 1 ราย ผู้รับประโยชน์รายนี้จะเป็นคนละตัวเดียวกับผู้ก่อตั้งทรัสต์ หรือทรัสต์มิได้<sup>58</sup>

นอกจากสิทธิของผู้ถือหุ้นรายรีทจะถูกระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์แล้ว เช่น สิทธิที่จะได้รับการจ่ายประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายรีทไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของ

<sup>56</sup>ข้อ 20 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>57</sup>มาตรา 14 (2) พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>58</sup>มาตรา 13 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

กำไรสุทธิ เป็นต้น<sup>59</sup> ผู้ถือหุ้นรายอื่นยังมีสิทธิอื่น ๆ ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน<sup>60</sup> เช่น

(1) ทรัพย์สินของกองทรัสต์จะต้องมีอยู่เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ โดยกฎหมายกำหนดให้กองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่มีอำนาจชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้ และในกรณีที่ทรัสต์ล้มละลายเนื่องจากหนี้ส่วนตัวหรือเมื่อความเป็นนิติบุคคลของทรัสต์สิ้นสุดลง มิให้นำกองทรัสต์มารวมเป็นทรัพย์สินในคดีล้มละลายหรือในการชำระบัญชี แล้วแต่กรณี<sup>61</sup>

(2) ผู้รับประโยชน์มีสิทธิเรียกร้องให้ทรัสต์ปฏิบัติตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือตามที่กฎหมายกำหนด และมีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน<sup>62</sup> และ

(3) ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์ไม่เป็นไปตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือตามที่กำหนดในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 อันเป็นผลให้ทรัพย์สินในกองทรัสต์ถูกจำหน่ายจ่ายโอนไปยังบุคคลภายนอก ผู้รับประโยชน์มีสิทธิติดตามเอาทรัพย์สินคืน (Tracing) จากบุคคลนั้นเพื่อประโยชน์ของกองทรัสต์ได้ไม่ว่าบุคคลนั้นจะได้ทรัพย์สินมาโดยตรงจากทรัสต์หรือไม่ และไม่ว่าทรัพย์สินในกองทรัสต์จะถูกเปลี่ยนรูปหรือเปลี่ยนสภาพไปเป็นทรัพย์สินอย่างอื่นก็ตาม เว้นแต่เป็นการได้มาโดยสุจริต เสียค่าตอบแทน และไม่รู้หรือไม่มีเหตุอันควรรู้ว่าทรัพย์สินนั้นได้มาจากการจัดการกองทรัสต์โดยมิชอบ<sup>63</sup> เป็นต้น

นอกจากนี้ ในกรณีของผู้ถือหุ้นรายอื่น สิทธิของผู้ถือหุ้นในฐานะที่เป็นผู้รับประโยชน์จะได้รับความคุ้มครองตั้งแต่ขั้นตอนของการขออนุญาตจัดตั้งกองทรัสต์ (REITs) โดยเฉพาะในเรื่องการบริหารจัดการกองทรัสต์ (REITs) ซึ่งเป็นหนึ่งในเงื่อนไขที่สำนักงาน ก.ล.ต. ใช้เป็นหลักเกณฑ์ในการพิจารณาอนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทรัสต์ (REITs) โดยผู้ขออนุญาตจัดตั้งกองทรัสต์ (REITs)<sup>64</sup> ต้องจัดให้มีกลไกการบริหารจัดการกองทรัสต์ที่สามารถรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น

<sup>59</sup> ข้อ 21 (1) ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับประมวล)

<sup>60</sup> มาตรา 18 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>61</sup> มาตรา 50 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>62</sup> มาตรา 44 วรรคหนึ่ง พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>63</sup> มาตรา 44 วรรคสอง พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>64</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ข้อ 5 วรรคหนึ่ง “ผู้ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ต้อง



และปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นหรือหน่วยงานอื่นอย่างเป็นธรรม และจัดให้มีระบบที่เพียงพอที่จะทำให้สามารถบริหารจัดการจัดการกองรีท (REITs) ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ได้อย่างน่าเชื่อถือ รวมถึงต้องทำการตรวจสอบและสอบทาน (due diligence)<sup>65</sup> อสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) จะลงทุน พร้อมทั้งเปิดเผยข้อมูลและความเสี่ยงไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลอย่างครบถ้วนและเพียงพอ เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลในการศึกษารายละเอียดก่อนตัดสินใจลงทุนในกองรีท (REITs) และสามารถแสดงได้ว่าได้จัดให้มีการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์<sup>66</sup> ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการกองรีท (REITs)<sup>67</sup> เป็นต้น

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าสิทธิของผู้ถือหุ้นหรือหน่วยงานอื่นที่ได้กล่าวมาข้างต้นนั้น เมื่อพิจารณาจากลักษณะของสิทธิแล้วจะเห็นว่ามิใช่ลักษณะเป็นเพียงบุคคลสิทธิในอันที่จะบังคับทรัสต์ให้ปฏิบัติตามคำสั่งของผู้ก่อตั้งทรัสต์ หรือในอันที่จะเรียกร้องความเสียหายเอาจากทรัสต์ เมื่อทรัสต์ทำหน้าที่บกพร่องอันเป็นการละเมิดต่อทรัสต์



เป็นบุคคลดังต่อไปนี้ (1) ผู้ก่อตั้งกองทรัสต์ ซึ่งจะเข้าเป็นผู้จัดการกองทรัสต์เมื่อมีการก่อตั้งกองทรัสต์แล้ว ในกรณีที่เป็นการขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรก และยังมีได้ก่อตั้งกองทรัสต์ (2) ผู้จัดการกองทรัสต์ ซึ่งสัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดให้เป็นผู้มีอำนาจหน้าที่ในการยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ ในกรณีที่เป็นการก่อตั้งทรัสต์ที่จัดตั้งแล้ว”

<sup>65</sup> ข้อ 16 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ กำหนดให้ “ในการตรวจสอบและสอบทาน (การทำ due diligence) อสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์จะลงทุน ผู้ขออนุญาตต้องดำเนินการเกี่ยวกับประวัติโดยย่ออย่างน้อยต้องมีการตรวจสอบและสอบทานในเรื่องดังต่อไปนี้ (1) สภาพของอสังหาริมทรัพย์ เช่น สภาพที่ตั้ง ทางเข้าออก โอกาสในการจัดหารายได้ และภาวะผูกพันต่าง ๆ ของอสังหาริมทรัพย์นั้น เป็นต้น (2) ความสามารถของคู่สัญญาในการเข้าทำนิติกรรม ตลอดจนความครบถ้วน ถูกต้อง และบังคับได้ตามกฎหมายของเอกสารสิทธิหรือเอกสารสัญญาที่เกี่ยวข้อง และ (3) ความเหมาะสมอื่น ๆ ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้น (4) ในกรณีที่อสังหาริมทรัพย์ที่จะลงทุนอยู่ในต่างประเทศ ต้องตรวจสอบและสอบทานความสามารถของกองทรัสต์ในการได้มาและถือครองอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายของประเทศดังกล่าว โดยต้องจัดให้มีการเห็นของที่ปรึกษาทางกฎหมายที่เชี่ยวชาญในกฎหมายของประเทศนั้นประกอบการตรวจสอบและสอบทานด้วย”

<sup>66</sup> ข้อ 17 ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ กำหนดให้ “การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการกองทรัสต์ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์อย่างน้อยดังต่อไปนี้ (1) ผู้ขออนุญาตแสดงได้ว่ามีมาตรการหรือกลไกที่สามารถรองรับให้การจัดการกองทรัสต์ดำเนินไปในลักษณะที่เป็นธรรม ไม่เป็นการเอาเปรียบกองทรัสต์ และเป็นไปตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวที่กำหนดในประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานการปฏิบัติงาน และประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และ (2) ในกรณีที่ผู้จัดการกองทรัสต์มีการจัดการกองทรัสต์อื่นอยู่ด้วย ทรัสต์สินหลักของกองทรัสต์ที่ขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ต้องไม่เป็นประเภทเดียวกับทรัสต์สินหลักของกองทรัสต์อื่นนั้น เว้นแต่กองทรัสต์อื่นนั้นเป็นกองทรัสต์ที่แปลงสภาพมาจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในภาค 3”

<sup>67</sup> ข้อ 10 (5) (ก) - (ง) ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 14/2555 เรื่อง หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ดี ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นว่ากองรีท (REITs) เป็นการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์และอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งมีวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งกองรีท (REITs) เพื่อทดแทนการลงทุนในรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้โครงสร้างกองทุนรวมตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่เสนอขายแก่ผู้ลงทุนทั่วไปได้เริ่มดำเนินการมาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546<sup>68</sup> ซึ่งการจัดรูปแบบการระดมทุนภายใต้โครงสร้างกองทุนรวมนี้ ทำให้เกิดข้อติดขัดหลายประการที่ทำให้ไม่สามารถพัฒนารูปแบบการลงทุนและการดำเนินการให้เป็นไปตามแนวทางสากลได้<sup>69</sup>

ดังนั้น สำนักงาน ก.ล.ต. จึงมีนโยบายที่จะนำทรัสต์มาใช้ในการระดมทุนเพื่อไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยอนุญาตให้มีการจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือรีท (REITs) ในลักษณะเดียวกันกับ Real Estate Investment Trusts (REITs) ในต่างประเทศ ซึ่งกองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นนี้จะอยู่ภายใต้กฎหมายหลัก 2 ฉบับ คือ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของกองรีท (REITs) และทรัสต์จะอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ในขณะที่โบทรัสต์ซึ่งเป็นหลักฐานแสดงสิทธิในการเป็นผู้รับประโยชน์ของกองรีท (REITs) ถือเป็นหลักทรัพย์ตามมาตรา 4(10) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ

อนึ่ง ด้วยนโยบายสนับสนุนให้มีการจัดตั้งกองรีท (REITs) เพื่อนำมาใช้แทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ดังที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลา 1 ปีนับแต่วันที่ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีผลใช้บังคับแล้ว สำนักงาน ก.ล.ต. จะไม่อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ใหม่ได้อีก<sup>70</sup> โดยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เดิมที่ดำเนินการอยู่แล้วก็สามารถดำเนินการต่อไปได้ แต่จะไม่สามารถเพิ่มทุนเพื่อนำไปลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมอีกได้ ดังนั้น ในอนาคตกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันทั้งสิ้นประมาณ 35 กองทุน คิดเป็นมูลค่าทรัพย์สินสุทธิรวมประมาณ 100,700 ล้านบาท<sup>71</sup>

<sup>68</sup> เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยรีทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit).

<sup>69</sup> ตัวอย่าง เช่น การกั๊ยเงินเพื่อนำไปลงทุนหรือซ่อมแซมทรัพย์สินทำได้จำกัด ด้วยข้อกฎหมายตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ซึ่งห้ามกองทุนรวมกั๊ยเงินหรือก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม เว้นแต่เป็นการเข้าผูกพันตามสัญญาซื้อขายล่วงหน้าหรือตามหลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนด การเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนและบริหารอสังหาริมทรัพย์เข้ามาจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ไม่สามารถกระทำได้ เนื่องจากเมื่อตั้งในรูปกองทุนรวม ผู้ก่อตั้งและบริหารจัดการต้องเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมเท่านั้น เป็นต้น

<sup>70</sup> เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยรีทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit), หน้า 21

<sup>71</sup> Ibid., หน้า 1

และมีความประสงค์ที่จะลงทุนเพิ่มเติมจะต้องแปลงสภาพจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองรีท (REITs) โดยจะต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนด ดังนี้

#### 4.2.3.6 การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นกองรีท (REITs)

ภายใต้ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (“กองทุนรวม”) ให้เป็นกองรีท (REITs) <sup>72</sup>กำหนดให้ การแปลงกองทุนรวมให้เป็นกองรีท (REITs) จะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมเพื่อการแปลงสภาพกองทุนรวมให้เป็นกองรีท (REITs) โดยกองทุนรวมหนึ่งกองสามารถแปลงให้เป็นกองรีท (REITs) ได้เพียงหนึ่งกองเท่านั้น และต้องกำหนดอัตราการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนกับหน่วยรีทในอัตรา 1 : 1 (หนึ่งหน่วยลงทุนต่อหนึ่งหน่วยรีท) เท่านั้น <sup>73</sup> โดยผู้จัดการกองรีทซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ให้เสนอขายหน่วยรีทที่ออกใหม่ของกองรีท (REITs) ที่แปลงมาจากกองทุนรวม <sup>74</sup> ต้องดำเนินการเพื่อให้หน่วยรีทของกองรีท (REITs) ที่แปลงมาจากกองทุนรวมเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนแทนหน่วยลงทุนเดิมโดยไม่ชักช้า <sup>75</sup> และร่วมกับบริษัทจัดการกองทุนรวมเพื่อดำเนินการตามแผนการแปลงสภาพ เลิกกองทุนรวม และชำระบัญชีของกองทุนรวมตามที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวม และจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ขั้นต่ำที่คณะกรรมการกำกับตลาดทุนประกาศกำหนด <sup>76</sup> ดังนี้

(1) บริษัทจัดการกองทุนรวมต้องดำเนินการให้ทรัพย์สินและภาระของกองทุนรวมตกได้แก่กองรีท (REITs) โดยแลกเปลี่ยนกับหน่วยรีทที่ออกใหม่ของกองรีท (REITs) นั้น และส่งมอบหน่วยรีทที่ออกใหม่ทั้งหมดของกองรีท (REITs) ให้แก่กองทุนรวมเพื่อแลกเปลี่ยนกับทรัพย์สินและภาระของกองทุนรวม ทั้งนี้ ให้บริษัทจัดการกองทุนรวมดำเนินการตามที่จำเป็นเพื่อให้ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) มีสิทธิหน้าที่โดยสมบูรณ์ และส่งมอบเอกสาร หลักฐาน และข้อมูลที่

<sup>72</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>73</sup> ข้อ 4 (1) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>74</sup> ข้อ 4 (2) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>75</sup> ข้อ 4 (4) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>76</sup> ข้อ 4 (3) ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

เกี่ยวข้องพร้อมทำหน้าที่รับรองความถูกต้องและครบถ้วนของสิ่งที่ส่งมอบด้วย โดยต้องดำเนินการดังกล่าวให้แล้วเสร็จภายใน 3 วันทำการนับแต่วันที่กองรีท (REITs) ได้ก่อตั้งขึ้น<sup>77</sup>

(2) ดำเนินการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุนของกองทุนรวมกับหน่วยรีท และเลิกกองทุนรวมภายในวันทำการถัดจากวันที่มีการโอนทรัพย์สินและภาระของกองทุนรวมไปยังกองรีท (REITs) โดยแจ้งต่อผู้ลงทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงาน ก.ล.ต. ทราบล่วงหน้าเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 5 วันทำการตามวิธีการที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน<sup>78</sup>

นอกจากนี้ เนื่องจากการแปลงสภาพกองทุนรวมให้เป็นกองรีท (REITs) นั้น จะเป็นผลให้กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เดิมซึ่งเป็นนิติบุคคล<sup>79</sup> ต้องระงับสิ้นไป ดังนั้น จึงต้องดำเนินการชำระบัญชีของกองทุนรวมให้แล้วเสร็จภายใน 60 วันนับแต่วันเลิกกองทุนรวม เว้นแต่ได้รับผ่อนผันจากสำนักงานในกรณีที่มีเหตุจำเป็นและสมควร ซึ่งในกรณีที่บริษัทจัดการกองทุนรวมไม่ได้ทำหน้าที่ชำระบัญชีของกองทุนรวมด้วยตนเอง ให้บริษัทจัดการกองทุนรวมส่งมอบเอกสารหลักฐานที่มีข้อมูลที่จำเป็นต่อการชำระบัญชีให้แก่ผู้ชำระบัญชีโดยไม่ชักช้า เพื่อให้ผู้ชำระบัญชีสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ โดยดำเนินการชำระบัญชีตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน

อย่างไรก็ดี เนื่องจากกองรีท (REITs) จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งกำหนดให้กองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวนี้มีลักษณะเป็นกองทรัพย์สินที่ถูกกำหนดขึ้นตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์<sup>80</sup> ดังนั้น กองรีท (REITs) ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวจึงมีสถานะเป็นกองทรัพย์สินซึ่งไม่ได้มีฐานะเป็นนิติบุคคลเหมือนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แต่อย่างใด แต่เป็นกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์ และกองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นนี้จะต้องมีการขออนุญาตเพื่อออกและเสนอขายหน่วยรีทต่อประชาชนต่อสำนักงาน ก.ล.ต.

<sup>77</sup> ข้อ 18 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>78</sup> ข้อ 19 และข้อ 20 ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 50/2556 เรื่อง การแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>79</sup> มาตรา 124 วรรคสอง พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 “กองทุนรวมที่ได้จดทะเบียนแล้ว ให้เป็นนิติบุคคลซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์นำทรัพย์สินของกองทุนรวมไป” ลงทุนตามโครงการจัดการกองทุนรวมตามที่ได้รับอนุมัติ โดยให้บริษัทหลักทรัพย์เป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทุนรวม...”

<sup>80</sup> มาตรา 4 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

โดยจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับการขออนุญาตออกและเสนอขายหลักทรัพย์ตามหลักเกณฑ์  
สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดรวมถึงการจัดให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ตามหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องด้วย



## บทที่ 5

### บทวิเคราะห์ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

แม้ว่าทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS) หรือรีท (REITs) จะเป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินรูปแบบใหม่ที่เพิ่งเข้าสู่ตลาดทุนไทยได้ไม่นาน<sup>1</sup> แต่หน่วยงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องรวมถึงสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ต่างก็มีนโยบายที่จะผลักดันให้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินชนิดนี้เข้ามาทดแทนรูปแบบการระดมทุนในตลาดทุนที่มีอยู่เดิม โดยมีการสนับสนุนให้นำรีท (REITs) มาใช้เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์แทนที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ) โดยจะไม่มี การอนุญาตให้จัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ขึ้นใหม่<sup>2</sup> และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เดิม ก็จะไม่สามารถเพิ่มเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมอีกได้<sup>3</sup> เพื่อเป็นการกระตุ้นให้มีการแปลงสภาพจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองรีท (REITs) รวมถึงการออกมาตรการสนับสนุนทางภาษีเพื่อยกเว้นการจัดเก็บภาษีในกรณีที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์แปลงสภาพเป็นกองรีท (REITs) ภายในระยะเวลาที่กำหนด<sup>4</sup> และการยกเลิกสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่เคยให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้ เนื่องมาจากรีท (REITs) เป็นรูปแบบการระดมทุนที่มีความเป็นสากลเมื่อเทียบกับรูปแบบการระดมทุนที่ใช้ในต่างประเทศและมีความแตกต่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของกองทุนรวม เนื่องจากหลักการพื้นฐานประการสำคัญของทรัสต์ที่ทำให้รีท (REITs) แตกต่างจากองค์กรธุรกิจรูปแบบอื่น ก็คือ

---

<sup>1</sup>กองรีท (REIT) กองแรกของไทยที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คือ อิมแพ็ค โกรท รีท (IMPACT GROWTH REIT) ซึ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) และทำการซื้อขายครั้งแรกในวันที่ 1 ตุลาคม 2557 โดยมีนโยบายการลงทุนในกรรมสิทธิ์ที่ดิน (Freehold) และอาคารศูนย์แสดงสินค้าและการประชุมของโครงการอิมแพ็คเมืองทองธานี (IMPACT Muang Thong Thani) จำนวน 4 อาคาร ได้แก่ IMPACT Arena, IMPACT Exhibition Center, IMPACT Forum และ IMPACT Challenger รวมถึงระบบสาธารณูปโภคและอุปกรณ์ต่างๆ ของอาคารดังกล่าว บนที่ดินทั้งสิ้น 192 ไร่ 1 งาน 30.1 ตร.ว. รวมพื้นที่ใช้สอย 165,606 ตร.ม.ซึ่งเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้และ/หรือลงทุนในหลักทรัพย์ หรือสินทรัพย์อื่น หรือการหาผลตอบแทนโดยวิธีอื่น เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์

<sup>2</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สน. 40/2556 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 9)

<sup>3</sup>เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่างประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยรีทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: Reit)., หน้า 24

<sup>4</sup> มาตรา 4 พระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 599) พ.ศ. 2559

### (1) หลักความห่างไกลจากการล้มละลาย<sup>5</sup> (Bankruptcy remote concept)

เป็นหลักการที่สนับสนุนการมีอยู่ของรีท (REITs) และสร้างความแน่นอนให้แก่รีท (REITs) เพื่อให้กองรีท (REITs) ที่ถูกก่อตั้งขึ้นแล้ว ยังคงมีอยู่ต่อไปตามวัตถุประสงค์ของผู้ก่อตั้งรีท แม้ว่าทรัสต์ซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) และมีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินของกองรีท (Legal Ownership) จะตกเป็นบุคคลล้มละลาย หรือมีการชำระบัญชี หรือเลิกกิจการก็ตาม โดยหลักความห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy remote concept) นี้จะทำให้ทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ไม่อาจนำมาชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ หรือถูกรวมเข้าไปในกองทรัพย์สินในคดีล้มละลาย หรือถูกรวมเข้าในการชำระบัญชี หรือเลิกกิจการของทรัสต์ได้

### (2) หลักการติดตามเอาทรัพย์สินคืน<sup>6</sup> (Tracing rule concept)

เป็นหลักการที่คุ้มครองผู้รับประโยชน์ของกองรีท (REITs) เนื่องจากผู้รับประโยชน์แม้มิใช่ผู้มีสิทธิตามกฎหมายเหนือทรัพย์สินในกองรีท (REITs) แต่ก็มีสิทธิได้รับประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการกองรีทของทรัสต์ (Beneficiaries Ownership) ดังนั้น ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองรีท (REITs) ไม่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือตามกฎหมายจนเป็นเหตุให้ทรัพย์สินในกองรีทถูกโอนไปยังคนอื่น ผู้รับประโยชน์ย่อมมีสิทธิที่จะติดตามเอาทรัพย์สินคืนจากบุคคลภายนอกเพื่อนำกลับเข้ามาเป็นทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ได้แม้ว่าทรัพย์สินนั้นจะถูกเปลี่ยนรูปหรือเปลี่ยนสภาพไปแล้วก็ตาม เว้นแต่บุคคลภายนอกจะได้ทรัพย์สินในกองรีทมาโดยสุจริตและเสียค่าตอบแทนและไม่รู้ข้อเท็จจริงว่าทรัสต์จัดการทรัพย์สินในกองรีทโดยไม่ชอบ

นอกจากนี้ รูปแบบการลงทุนของรีท (REITs) ยังส่งเสริมให้มีอัตราการเติบโตได้ดีกว่าการลงทุนในรูปแบบเดิมที่จัดตั้งขึ้นในรูปแบบของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีหลักเกณฑ์ที่ยืดหยุ่นกว่าเช่น กองรีท (REITs) มีทางเลือกในการลงทุนได้หลายรูปแบบมากขึ้น และสามารถกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินได้ถึง 35% ของสินทรัพย์รวมหรือ 60% ในกรณีที่กองรีท (REITs) ได้รับความจัดอันดับให้มี Investment Grade Rating ซึ่งความสามารถในการกู้ยืมเงินนี้จะช่วยให้กองรีท (REITs) มีสภาพคล่องและมีโอกาสสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นรีทได้สูงขึ้น อีกทั้งกองรีท (REITs) ยังสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่แล้วเสร็จ (green field project) ได้ถึง 10% ของสินทรัพย์

<sup>5</sup> มาตรา 50 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>6</sup> มาตรา 44 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

รวม และคุณลักษณะเด่นอีกประการของกองรีท (REITs) ก็คือการที่กองรีท (REITs) สามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้หลากหลายประเภทโดยไม่ถูกจำกัดอยู่เฉพาะรายการทรัพย์สินที่สำนักงาน ก.ล.ต. อนุญาตอันเป็นข้อแตกต่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่สามารถลงทุนได้ในอสังหาริมทรัพย์เฉพาะประเภทตามที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดไว้เท่านั้น<sup>7</sup>

อย่างไรก็ดี ภายใต้การสนับสนุนให้มีการนำรีท (REITs) มาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น มีข้อแตกต่างประการหนึ่งที่ทำให้รีท (REITs) มีลักษณะที่แตกต่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญอันเป็นประเด็นหลักที่ผู้วิจัยให้ความสนใจทำการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ก็คือ การที่กองรีท (REITs) ซึ่งเป็นกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 (“พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ”) มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินและไม่ได้เป็นนิติบุคคลดังเช่นในกรณีของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งประเด็นความแตกต่างดังกล่าวนี้อาจนำมาสู่ปัญหาทางกฎหมายที่ผู้วิจัยให้ความสนใจทำการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ก็คือ

### 5.1 ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือรีท (REITs)

โดยที่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ดังนั้น ในการจัดตั้งกองรีท (REITs) จึงต้องจัดตั้งขึ้นในรูปของกองทรัสต์ซึ่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดให้

*“กองทรัสต์” หมายความว่า บรรดาทรัพย์สินที่กำหนดตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และให้หมายความรวมถึงบรรดาทรัพย์สิน ดอกผล หนี้สิน และความรับผิดชอบที่เกิดขึ้นจากการจัดการตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ หรือตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัตินี้”*

เมื่อพิจารณาจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวจะเห็นได้ว่า กองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้น เกิดขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะโอนหรือก่อทรัพย์สินหรือสิทธิใดๆ ในทรัพย์สินให้แก่ทรัสต์ด้วยความไว้วางใจเพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ โดยกองทรัสต์นั้นจะมีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่

<sup>7</sup>หนังสือสำนักงาน ก.ล.ต. ที่ ก.ล.ต.น. (ว) 45/2548 เรื่อง การกำหนดประเภทของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์สามารถลงทุนได้



ไม่เป็นนิติบุคคลตามกฎหมายและไม่มีทบบัญญัติอื่นใดภายใต้กฎหมายดังกล่าวที่กำหนดรับรองสถานะให้กองทรัสต์เป็นนิติบุคคล

ดังนั้น โดยที่รืท (REITs) เป็นเพียงธุรกรรมประเภทหนึ่งในตลาดทุนที่ถูกกำหนดให้จัดตั้งขึ้นในรูปของทรัสต์ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จึงมีสถานะเป็นเพียงกองทรัสต์สินที่เกิดขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์และไม่เป็นนิติบุคคลเช่นกัน กรณีดังกล่าวนี้ ผู้วิจัยจึงเห็นว่าการที่กองรืท (REITs) ซึ่งจัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นเพียงกองทรัสต์สินและไม่เป็นนิติบุคคลนั้น อาจนำมาสู่ประเด็นปัญหาที่อาจหยิบยกขึ้นพิจารณาได้ ดังนี้

### 5.1.1 ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งแยกทรัสต์สินของกองรืท (REITs) กับทรัสต์สินส่วนตัวของทรัสต์

เนื่องจากในการก่อตั้งกองรืท (REITs) นั้นจะต้องมีการทำสัญญาก่อตั้งทรัสต์โดยผู้ก่อตั้งทรัสต์จะทำการโอนหรือก่อทรัสต์สิทธิหรือสิทธิใดๆ ในทรัสต์สินที่จะให้เป็นทรัสต์สินของกองรืท (REITs) แก่ทรัสต์ เพื่อให้ทรัสต์จัดการทรัสต์สินที่เป็นกองรืท (REITs) เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ ดังนั้น ทรัสต์ในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัสต์สินในกองรืท (REITs) ตามกฎหมาย (Legal Ownership) จึงมีหน้าที่ที่จะต้องจัดการทรัสต์สินในกองรืท (REITs) อย่างดีที่สุดและใช้ความระมัดระวังในการปฏิบัติหน้าที่เสมือนเป็นทรัสต์สินของตนเองโดยแท้ (Fiduciary duty) โดยหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์สินส่วนใหญ่จะถูกกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งรวมถึงหน้าที่ในการจัดการทรัสต์สินของกองรืท (REITs) ด้วย

เมื่อพิจารณาจากหลักการข้างต้น การที่กองรืท (REITs) มีสถานะเป็นเพียงกองทรัสต์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์จึงมีโอกาสที่ทรัสต์สินของกองรืท (REITs) จะปะปนกับทรัสต์สินของทรัสต์ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองรืท (REITs) หลายกอง โอกาสที่ทรัสต์สินของกองรืท (REITs) แต่ละกองที่ทรัสต์ดูแลจะปะปนกันจึงมีมากขึ้น โดยเฉพาะการจัดการเกี่ยวกับรายได้ของกองรืท (REITs) หรือทรัสต์สินอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งทรัสต์สินที่เป็นสังหาริมทรัพย์ที่กองรืท (REITs) ได้มาในระหว่างที่อยู่ในการดูแลของทรัสต์ เป็นต้น ซึ่งกรณีดังกล่าวอาจทำให้เกิดความเสียหายต่อกองรืท (REITs) และผู้ถือหุ้นรืท ในกรณีที่ทรัสต์สินของกองรืท (REITs) ปะปนกับทรัสต์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือปะปนกับทรัสต์สินของกองรืท (REITs) อื่นๆ ที่ทรัสต์ดูแล

ดังนั้น กฎหมายจึงต้องกำหนดให้เป็นหน้าที่ของทรัสต์ที่จะต้องจัดการทรัสต์สินของกองรืท (REITs) ให้เป็นไปตามมาตรา 34 ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งกำหนดว่า

“ให้ทรัสต์จัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แยกต่างหากจากบัญชีอื่นๆ ของทรัสต์ ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องจัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แต่ละกองแยกต่างหากออกจากกัน ทั้งนี้ โดยต้องบันทึกบัญชีให้ถูกต้องครบถ้วนและเป็นปัจจุบันด้วย

ในการจัดการกองทรัสต์ ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์ไว้ต่างหากจากทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์และทรัพย์สินอื่นที่ทรัสต์ครอบครองอยู่ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์แต่ละกองออกจากกันด้วย”

และมาตรา 35 ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งกำหนดว่า

“ในกรณีที่ทรัสต์มิได้ดำเนินการให้เป็นไปตามมาตรา 34 จนเป็นเหตุให้กองทรัสต์ปะปนอยู่กับทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์จนมีอาจแยกได้ว่าทรัพย์สินใดเป็นของกองทรัสต์และทรัพย์สินใดเป็นทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เอง ให้สันนิษฐานว่า

- (1) ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์
  - (2) ความเสียหายและหนี้ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นความเสียหายและหนี้ที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์
  - (3) ผลประโยชน์ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์
- ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่ตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึงทรัพย์สินที่ถูกเปลี่ยนรูปหรือถูกเปลี่ยนสภาพไปจากทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นด้วย”

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากบทบัญญัติของกฎหมายดังกล่าวจะเห็นได้ว่า บทบัญญัติในมาตรา 34 มีความชัดเจนในการกำหนดมาตรฐานการทำงานของทรัสต์ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) แล้ว แต่บทบัญญัติในมาตรา 35 กลับมีลักษณะเป็นบทสันนิษฐานซึ่งทรัสต์ยังสามารถพิสูจน์หักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าวได้

### 5.1.2 ปัญหาเกี่ยวกับการถือหุ้นของกองรีท (REITs)

เนื่องจากกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติทรัสต์ เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิ์โดยทรัสต์และไม่ได้มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย ดังนั้น การทำธุรกรรมใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) จึงต้องกระทำโดยทรัสต์ และจะปรากฏชื่อทรัสต์เป็นคู่สัญญาตามกฎหมายกับบุคคลภายนอก เช่น ในกรณีที่กองรีท (REITs) ได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ก็จะปรากฏชื่อทรัสต์เป็นคู่สัญญากับบุคคลภายนอกในการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์นั้น หรือในกรณีที่กองรีท (REITs) นำทรัพย์สินออกให้เช่าก็จะปรากฏชื่อทรัสต์เป็นคู่สัญญาในฐานะที่เป็นผู้ให้เช่าทรัพย์สินกับบุคคลภายนอก เป็นต้น

แม้ว่าพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะกำหนดไว้ในมาตรา 33 ว่า

*“ในกรณีที่ทรัสต์เข้าทำนิติกรรมหรือทำธุรกรรมต่างๆ กับบุคคลภายนอกให้ทรัสต์แจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรให้บุคคลภายนอกทราบว่า เป็นการกระทำในฐานะทรัสต์ และต้องระบุในเอกสารหลักฐานของนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้นให้ชัดเจนว่าเป็นการกระทำในฐานะทรัสต์”*

แต่บทบัญญัติดังกล่าวก็ถูกกำหนดขึ้นเพื่อคุ้มครองทรัพย์สินของกองรีท (REITs) จากบุคคลภายนอก เพื่อให้มีความชัดเจนว่าทรัสต์ซึ่งเป็นผู้รับโอนทรัพย์สินและมีกรรมสิทธิ์ในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ตามกฎหมาย (Legal Ownership) ทำนิติกรรมนั้นในฐานะใด ซึ่งเมื่อพิจารณาในทางกฎหมายผลของการดำเนินการดังกล่าวจะทำให้ทรัสต์จะต้องเข้าผูกพันเป็นคู่สัญญากับบุคคลภายนอกและนำมาซึ่งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการเข้าทำนิติกรรมหรือธุรกรรมนั้น โดยเฉพาะความผูกพันอันเนื่องมาจากการทำธุรกรรมที่เป็นการกู้ยืมเงินในนามของกองรีท เนื่องจากนโยบายของการนำรีท (REITs) มาใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุนแทนกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้นได้มีการสร้างความแตกต่างที่สำคัญอีกประการหนึ่งที่ทำให้กองรีท (REITs) ได้เปรียบกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ก็คือ ความสามารถในการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการของกองรีท (REITs) (ในขณะที่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์มีข้อจำกัดในการกู้ยืมเงิน<sup>8</sup> ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการกู้ยืมเงินในนามของกองทุนรวมและการก่อภาระผูกพันแก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม<sup>9</sup> ซึ่งกำหนดให้บริษัทจัดการกองทุนรวมอาจกู้ยืมเงินเพื่อการจัดการกองทุนรวมได้

<sup>8</sup> มาตรา 126(5) พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

<sup>9</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กน. 11/2552 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการกู้ยืมเงินในนามของกองทุนรวมและการก่อภาระผูกพันแก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม

โดยจะต้องไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม) ซึ่งทำให้ผู้วิจัยเห็นว่าความสามารถในการกู้ยืมเงินของกองรีท (REITs) ดังกล่าวก็อาจนำมาสู่ปัญหากฎหมายบางประการ ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ โดยอาจแยกพิจารณาได้ ดังนี้

### (1) ปัญหาความไม่ชัดเจนในกรณีที่กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน

เนื่องจากรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล ดังนั้น ในกรณีที่กองรีท (REITs) มีการกู้ยืมเงินแล้วไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้ซึ่งปัญหาดังกล่าวอาจเกิดขึ้นได้จากหลายสาเหตุ เช่น ความผิดพลาดในการบริหารจัดการทรัพย์สินในกองรีท หรือการที่สภาวะเศรษฐกิจซบเซาจนทำให้การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของกองรีท (REITs) ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนได้ตามเป้าหมายทำให้กองรีท (REITs) อาจไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ได้อันนำมาซึ่งความจำเป็นที่จะต้องบังคับชำระหนี้กับทรัพย์สินของกองรีท (REITs) เช่นนี้ ในกรณีที่กองรีทมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินที่จะต้องถูกบังคับชำระหนี้ย่อมนำมาซึ่งปัญหาเนื่องจากกองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลจึงไม่อาจเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

“ข้อ 4 ในการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจัดการกองทุนรวมอาจกู้ยืมเงินได้ต่อเมื่อได้ระบุไว้อย่างชัดเจนในโครงการจัดการกองทุนรวมและในหนังสือชี้ชวน ทั้งนี้ ไม่ว่าจะมีการให้หลักประกันไว้ด้วยหรือไม่ก็ตาม และต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) เป็นการกู้ยืมเงินเฉพาะเพื่อดำเนินการดังต่อไปนี้

(ก) ปรับปรุงอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนรวมหรืออสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมมีสิทธิการเช่าให้อยู่ในสภาพดีและมีความพร้อมที่จะใช้ตามผลประโยชน์

(ข) ต่อเติมหรือก่อสร้างอาคารเพิ่มเติมบนที่ดินที่มีอยู่แล้วซึ่งเป็นของกองทุนรวมหรือที่กองทุนรวมมีสิทธิการเช่าเพื่อประโยชน์ในการจัดหาผลประโยชน์ของกองทุนรวม

(ค) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม

(2) เป็นการกู้ยืมเงินโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนเป็นสำคัญ ทั้งนี้ ในกรณีที่เป็นการกู้ยืมเงินเพื่อปรับปรุงอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนรวมมีสิทธิการเช่าตาม (1) (ก) หรือเพื่อต่อเติมหรือก่อสร้างอาคารเพิ่มเติมบนที่ดินที่มีอยู่แล้วที่กองทุนรวมมีสิทธิการเช่าตาม (1) (ข) บริษัทจัดการกองทุนรวมต้องคำนึงถึงกำหนดเวลาเช่าที่เหลืออยู่ตามสัญญาเช่าด้วย และ

(3) จำนวนเงินที่กู้ยืมต้องไม่เกินร้อยละสิบของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม และในกรณีที่ต่อมาภายหลังจำนวนเงินที่กู้ยืมเกินอัตราส่วนดังกล่าว แต่การเกินอัตราส่วนนั้นมิได้เกิดจากการกู้ยืมเงินเพิ่มเติม บริษัทจัดการกองทุนรวมจะคงอัตราส่วนการกู้ยืมเงินไว้ต่อไปก็ได้ แต่จะกู้ยืมเงินเพิ่มเติมอีกไม่ได้จนกว่าอัตราส่วนการกู้ยืมเงินจะลดลงจนน้อยกว่าร้อยละสิบของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม”

อย่างไรก็ดี สืบเนื่องจากประเด็นดังกล่าว ทางสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้เล็งเห็นและได้กำหนดมาตรการเพื่อบรรเทาปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน โดยกำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>10</sup> เพื่อจำกัดสัดส่วนการกู้ยืมเงินของกองรีท (REITs) โดยกำหนดให้กองรีท (REITs) สามารถกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการของกองรีท (REITs) ได้ไม่เกิน 35% ของสินทรัพย์รวม หรือ 60% ของสินทรัพย์รวมกรณีที่กองรีท (REITs) ดังกล่าวยังมี Investment Grade Rating และกองรีทจะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่แล้วเสร็จ (green field project) ได้ไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์รวม เป็นต้น อันเป็นมาตรการรองรับเพื่อจำกัดความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นโดยการกำหนดเพดานการกู้ยืมเงินของกองรีทและเพื่อลดปัญหาจากการที่กองรีทมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน

## (2) ปัญหาความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดชอบของทรัสต์

การที่กองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล ทรัพย์สินของกองทรัสต์จึงเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์ ดังนั้น ในการทำธุรกรรมใดๆ ในนามของกองรีทจึงต้องกระทำโดยทรัสต์ ในฐานะที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิโดยผลของกฎหมาย กรณีดังกล่าวจึงอาจมีประเด็นปัญหาเกี่ยวกับความไม่ชัดเจนของกฎหมายว่าในกรณีที่กองรีทโดยทรัสต์มีการทำสัญญากับบุคคลภายนอก และหากเกิดเหตุการณ์ที่บุคคลภายนอกจะต้องบังคับให้มีการปฏิบัติตามสัญญาโดยการใช้สิทธิเรียกร้องทางศาลเพื่อฟ้องบังคับชำระหนี้จากกองรีท (REITs) แล้ว บุคคลภายนอกจะสามารถฟ้องกองรีท (REITs) โดยตรงได้หรือไม่ เนื่องจากกองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล หรือหากเป็นกรณีที่บุคคลภายนอกใช้สิทธิทางศาลโดยฟ้องบังคับชำระหนี้ต่อทรัสต์ของกองรีท (REITs) ทรัสต์ย่อมตกเป็นจำเลยในการดำเนินคดีดังกล่าว ซึ่งหากท้ายที่สุดแล้ว ศาลได้มีคำพิพากษาให้ทรัสต์ต้องปฏิบัติตาม

<sup>10</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กน. 11/2552 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการกู้ยืมเงินในนามของกองทุนรวมและการก่อภาระผูกพันแก่ทรัพย์สินของกองทุนรวม

“ข้อ 14 การกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ ต้องมีข้อจำกัดให้มูลค่าการกู้ยืมไม่เกินอัตราส่วนอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ เว้นแต่การเกินอัตราส่วนดังกล่าวมิได้เกิดจากการกู้ยืมเงินเพิ่มเติม

(1) ร้อยละสามสิบห้าของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์

(2) ร้อยละหกสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ ในกรณีที่กองทรัสต์มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับที่สามารถลงทุนได้ (investment grade) ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือครั้งล่าสุดที่ได้รับการจัดอันดับโดยสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานไม่เกินหนึ่งปีก่อนวันกู้ยืมเงิน

การกู้ยืมเงินตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึงการออกตราสารหรือเข้าทำสัญญาไม่ว่าในรูปแบบใดที่มีความมุ่งหมายหรือเนื้อหาสาระที่แท้จริง (substance) เข้าลักษณะเป็นการกู้ยืมเงิน”

ชำระหนี้ตามสัญญาหรือชดใช้ค่าเสียหายให้แก่บุคคลภายนอกนั้น คำพิพากษาของศาลจะผูกพันกองรีท (REITs) ด้วยหรือไม่ และหากทรัสต์ต้องชำระหนี้ตามสัญญาหรือชดใช้ค่าเสียหายให้แก่บุคคลภายนอกตามคำสั่งศาลและทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอต่อการดำเนินการดังกล่าว ทรัสต์จะมีความผูกพันต้องรับผิดชอบบุคคลภายนอกในทางส่วนตัวหรือไม่ เป็นต้น

นอกจากนี้ ยังมีความรับผิดชอบเนื่องมาจากการเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ที่เป็นไปตามหลักกฎหมายอื่น เช่น

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 434

*“ถ้าความเสียหายเกิดขึ้นเพราะเหตุที่โรงเรือนหรือสิ่งปลูกสร้างอย่างอื่น ก่อสร้างไว้ชำรุดบกพร่องก็ดี หรือบำรุงรักษาไม่เพียงพอก็ดี ท่านว่าผู้ครองโรงเรือนหรือสิ่งปลูกสร้างนั้นๆ จำต้องใช้ค่าสินไหมทดแทน แต่ถ้าผู้ครองได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรเพื่อป้องกันมิให้เกิดเสียหายฉนั้นแล้ว ท่านว่าผู้เป็นเจ้าของจำต้องใช้ค่าสินไหมทดแทน”*

เมื่อพิจารณาจากบทบัญญัติดังกล่าวจะเห็นได้ว่า หากมีบุคคลภายนอกได้รับความเสียหายอันเนื่องมาจากโรงเรือนหรือสิ่งปลูกสร้างซึ่งเป็นทรัพย์สินในกองรีท โดยที่ผู้ครอบครองได้ใช้ความระมัดระวังตามสมควรเพื่อป้องกันมิให้เกิดความเสียหายแล้ว ก็อาจมีประเด็นปัญหาที่ต้องพิจารณาต่อไปว่า บุคคลภายนอกจะเรียกให้ทรัสต์ซึ่งเป็นเจ้าของโรงเรือนหรือสิ่งปลูกสร้างดังกล่าวต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นได้หรือไม่ ซึ่งในประเด็นนี้ ทรัสต์ในฐานะที่เป็นเจ้าของโรงเรือนหรือสิ่งปลูกสร้างซึ่งเป็นทรัพย์สินในกองรีทก็อาจจะต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นนั้น เว้นแต่ในกรณีที่ทรัสต์ได้ใช้ความระมัดระวังในการดูแลและจัดการทรัพย์สินของกองรีทด้วยความระมัดระวังตามมาตรฐานของผู้มีวิชาชีพแล้ว ซึ่งในประเด็นดังกล่าวแม้ว่าพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะได้กำหนดไว้ในมาตรา 41 ว่าหากมีค่าใช้จ่ายหรือทรัสต์ต้องชำระหนี้หรือทรัพย์สินอื่นให้กับบุคคลภายนอกด้วยเงินหรือทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เองโดยชอบตามความจำเป็นอันสมควร ให้ทรัสต์มีสิทธิได้รับเงินหรือทรัพย์สินคืนจากกองรีท (REITs) ได้ก็ตาม แต่ประเด็นดังกล่าวก็ถือเป็นความเสี่ยงของทรัสต์ที่จะต้องรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอก และอาจส่งผลให้กองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ขาดบุคคลที่จะรับหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองรีท (REITs) หรืออาจทำให้กองรีท (REITs) ต้องจ่ายค่าตอบแทนการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ในจำนวนที่สูงกว่าปกติ เนื่องจากความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจที่ทรัสต์ต้องรับภาระ เป็นต้น

อย่างไรก็ดี กรณีดังกล่าวได้มีการกำหนดหลักเกณฑ์ไว้ในประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต.<sup>11</sup> ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ว่า

“ข้อ 16 รายการเกี่ยวกับการจัดหาผลประโยชน์ของกองทรัสต์ต้องมีข้อกำหนดที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และข้อกำหนดเพิ่มเติมที่แสดงว่าผู้จัดการกองทรัสต์จะดูแลรักษาทรัพย์สินหลักให้อยู่ในสภาพดีพร้อมต่อการจัดหารายได้ ซึ่งรวมถึงการจัดให้มีการประกันภัยที่เพียงพอตลอดระยะเวลาที่กองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินหลักนั้นด้วย

การประกันภัยที่เพียงพอตามวรรคหนึ่ง อย่างน้อยต้องครอบคลุมถึงการประกันวินาศภัยที่อาจเกิดขึ้นกับอสังหาริมทรัพย์ และการประกันภัยความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกที่อาจได้รับความเสียหายจากอสังหาริมทรัพย์หรือจากการดำเนินการในอสังหาริมทรัพย์”

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าทางสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งเป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลการจัดตั้งรีท (REITs) รวมถึงการออกและเสนอขายหน่วยรีท และการกำกับดูแลบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองรีท ก็ได้เล็งเห็นถึงโอกาสที่ปัญหานี้จะเกิดขึ้นจึงได้กำหนดหลักเกณฑ์เพื่อเป็นการบรรเทาปัญหาโดยจัดให้มีมาตรการเพื่อรองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้น หากมีบุคคลภายนอกฟ้องเรียกค่าเสียหายจากทรัสต์ในกรณีดังกล่าว

### (3) ปัญหาความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดของผู้ถือหน่วยรีท

สืบเนื่องจากประเด็นที่ว่ากองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล จึงไม่อาจเข้าสู่กระบวนการล้มละลายได้นั้น หากต้องมีการบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) และในกรณีที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอต่อการบังคับชำระหนี้ เจ้าหนี้ของกองรีทจะสามารถเรียกให้ชำระหนี้ส่วนที่เหลือจากผู้ถือหน่วยรีทซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ได้หรือไม่ เนื่องจากบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ก็ไม่ได้วางหลักการในเรื่องดังกล่าวไว้แต่อย่างใด

<sup>11</sup> ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ดี ในประเด็นปัญหาความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดชอบของผู้ถือหน่วยรีท (REITs) นั้น ได้มีการบรรเทาปัญหาดังกล่าวไว้ในระดับประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต.<sup>12</sup> ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งกำหนดให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะต้องระบุรายการเกี่ยวกับผู้ถือหน่วยทรัสต์<sup>13</sup> โดยกำหนดให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญว่า

“ข้อ 8 รายการเกี่ยวกับผู้ถือหน่วยทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การเป็นผู้ถือหน่วยทรัสต์มิได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของตัวการตัวแทนระหว่างผู้ถือหน่วยทรัสต์กับทรัสต์ และมิได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของการเป็นหุ้นส่วนหรือลักษณะอื่น ๆ ระหว่างผู้ถือหน่วยทรัสต์ด้วยกัน

(2) การเป็นผู้ถือหน่วยทรัสต์มิได้ทำให้บุคคลดังกล่าวมีความรับผิดชอบในกรณีที่ทรัพย์สินของกองทรัสต์ไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่ทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์หรือเจ้าหน้าที่ของกองทรัสต์ โดยทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ และเจ้าหน้าที่ของกองทรัสต์จะบังคับชำระหนี้ได้จากทรัพย์สินของกองทรัสต์เท่านั้น”

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าทางสำนักงาน ก.ล.ต. ก็ได้เล็งเห็นถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากความไม่ชัดเจนของกฎหมายจึงได้ออกกฎเกณฑ์เพื่อคุ้มครองผู้ถือหน่วยรีทไว้ในประกาศของสำนักงานฯ แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากรีท (REITs) ที่ตั้งขึ้นตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ เป็นความผูกพันในทางสัญญา จึงอาจมีปัญหาในทางปฏิบัติว่าในกรณีที่มีบุคคลภายนอกเรียกให้ผู้ถือหน่วยรีทต้องรับผิดชอบในหนี้สินของกองรีทแล้ว ผู้ถือหน่วยรีทจะสามารถอ้างความตกลงในสัญญาก่อตั้งทรัสต์เพื่อใช้ยื่นบุคคลภายนอกซึ่งเป็นเจ้าหน้าที่ของกองรีทได้หรือไม่ และหากผู้ถือหน่วยรีทต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหน้าที่ของกองรีทแล้ว ผู้ถือหน่วยรีทจะได้รับชดใช้เงินที่ตนต้องออกชำระไปเพื่อกองรีท (REITs) ได้หรือไม่

<sup>12</sup> ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>13</sup> ข้อ 25 ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์



#### (4) ปัญหาความไม่ชัดเจนในการคุ้มครองเจ้าหนี้ของกองรีท

เนื่องจากเจ้าหนี้ของกองรีทสามารถเรียกเอาทรัพย์สินของกองรีท (REITs) เพื่อเป็นประกันการชำระหนี้ได้ แต่หากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอต่อการบังคับชำระหนี้ เจ้าหนี้จะสามารถบังคับชำระหนี้โดยวิธีอื่นได้อีกหรือไม่ ทั้งนี้ เนื่องจากบุคคลที่เข้าทำสัญญากู้ยืมเงินกับเจ้าหนี้เพื่อกองรีท (REITs) นั้นจะเป็นทรัสต์ซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิในทรัพย์สินของกองรีท ตามกฎหมาย ดังนั้น การที่ทรัสต์กู้ยืมเงินในนามของกองรีทหรือเพื่อกองรีท หรืออาจเป็นผู้จัดการกองรีท ในกรณีที่ทรัสต์มอบหมายให้ผู้จัดการกองรีทเป็นผู้ดำเนินการนั้น จะมีผลทำให้ทรัสต์มีชื่อเป็นลูกหนี้ผู้กู้ ตามกฎหมายและหากมีการนำทรัพย์สินของกองรีทมาเป็นประกันการชำระหนี้ กรณีดังกล่าวจึงเป็นกรณีที่ลูกหนี้นำทรัพย์สินมาเป็นประกันเพื่อการชำระหนี้ของตนเองตามมาตรา 733 ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์<sup>14</sup>

ดังนั้น หากในการทำสัญญากู้ยืมเงินมีการกำหนดยกเว้นมาตรา 733 ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไว้<sup>15</sup> และหากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอแก่การบังคับชำระหนี้แล้ว เจ้าหนี้ของกองรีทย่อมสามารถเรียกให้ชำระหนี้ส่วนที่เหลือได้ซึ่งกรณีดังกล่าวจะมีประเด็นปัญหาเกิดขึ้นว่าเจ้าหนี้ของกองรีทจะสามารถบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์ได้หรือไม่ ซึ่งในกรณีที่เกี่ยวข้องกับประเด็นดังกล่าวพระราชบัญญัติ ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ได้มีการกำหนดหลักการในเรื่อง Bankruptcy Remote ไว้ในมาตรา 50 ว่า

“กองทรัสต์เป็นทรัพย์สินที่มีอำนาจนำมาชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้

ในกรณีที่ทรัสต์ล้มละลายเนื่องจากหนี้ส่วนตัว หรือเมื่อความเป็นนิติบุคคลของทรัสต์สิ้นสุดลง มิให้นำกองทรัสต์มารวมเป็นทรัพย์สินในคดีล้มละลายหรือในการชำระบัญชี แล้วแต่กรณี”

ดังนั้น จะเห็นได้ว่าบทบัญญัติดังกล่าว มีขึ้นเพื่อคุ้มครองกองรีท (REITs) จากหนี้สินส่วนตัวของทรัสต์ซึ่งเป็นการกำหนดเฉพาะในมุมของทรัสต์เท่านั้นว่ากองรีท (REITs)

<sup>14</sup> มิใช่กรณีการประกันเพื่อหนี้อันบุคคลอื่นต้องชำระ ตามมาตรา 727/1ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าเอาทรัพย์สินทั้งหมดและราคาทรัพย์สินนั้นมีประมาณต่ำกว่าจำนวนเงินที่ค้างชำระกันอยู่ก็ดี หรือถ้าเอาทรัพย์สินซึ่งจำนองออกขายทอดตลาดใช้หนี้ ได้เงินจำนวนสุทธิน้อยกว่าจำนวนเงินที่ค้างชำระกันอยู่นั้นก็ดี เงินยังขาดจำนวนอยู่เท่าใดลูกหนี้ไม่ต้องรับผิดชอบในเงินนั้น”

<sup>15</sup> คำพิพากษาศาลฎีกาที่ 949/2523 และคำพิพากษาศาลฎีกาที่ 1507/2538 วางหลักว่า “มาตรา 733 ไม่ใช่บทบัญญัติแห่งกฎหมายอันเกี่ยวข้องกับ ความสงบเรียบร้อยของประชาชน ผู้จำนองอาจตกลงกับผู้รับจำนองเป็นประการอื่นพิเศษนอกเหนือจากที่มาตรา 733 บัญญัติไว้ได้ และข้อตกลงนี้ย่อมมีผลใช้บังคับได้ตามกฎหมาย ไม่ตกเป็นโมฆะ”

ไม่สามารถถูกนำมาใช้ชำระหนี้ส่วนตัวของทรัสต์ได้ แต่กลับไม่มีบทบัญญัติในลักษณะที่ว่าถ้าเป็นหนี้ที่ทรัสต์กู้มาเพื่อกองรีท (REITs) จะผูกพันทรัพย์สินอื่นของทรัสต์หรือไม่ และทรัสต์จะมีหน้าที่ต้องรับผิดชอบในหนี้ที่กู้ยืมมานั้นมากน้อยเพียงใดในฐานะที่ทรัสต์มีชื่อเป็นลูกหนี้ผู้กู้ในสายตาของกฎหมาย

อย่างไรก็ดี สืบเนื่องจากปัญหาที่อาจเกิดขึ้นดังกล่าว ทางสำนักงาน ก.ล.ต. จึงได้วางแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับความรับผิดของทรัสต์ไว้ โดยออกระบุข้อจำกัดความรับผิดของทรัสต์ไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ได้ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดในประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>16</sup> ซึ่งกรณีเช่นนี้อาจเป็นภาระแก่เจ้าหน้าที่ของกองรีทในการที่จะต้องตรวจสอบข้อความที่ระบุในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ก่อนที่จะมีการเข้าทำสัญญาใดๆ กับทรัสต์ในนามของกองรีทเพื่อพิจารณาว่าทรัสต์มีความรับผิดจำกัดหรือไม่ ซึ่งอาจทำให้เจ้าหน้าที่ของกองรีทไม่ได้รับความคุ้มครองที่ชัดเจนและอาจนำมาสู่ความไม่มั่นใจของเจ้าหน้าที่ที่จะให้เงินกู้ยืมแก่กองรีท (REITs) และอาจทำให้กองรีท (REITs) ไม่สามารถเข้าถึงกระแสเงินสดที่จะนำมาใช้ในกิจการได้ในที่สุด

## 5.2 วิเคราะห์เปรียบเทียบสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายต่างประเทศ

การศึกษากฎหมายต่างประเทศในบทที่ 4 ทำให้พบว่าการนำทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs) มาใช้กับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศนั้น มีบางประเทศที่กำหนดให้รีท (REITs) มีสถานะเป็นกองทรัพย์สินเช่นเดียวกับของประเทศไทย เช่น ประเทศสิงคโปร์ทั้งในกรณีของ S- REITs และ Business Trust และประเทศญี่ปุ่นในกรณี J- REITs ที่จัดตั้งขึ้นโดยใช้รูปแบบของ Investment Trust

แต่อย่างไรก็ดี ในบางประเทศก็ได้มีการกำหนดให้รีท (REITs) มีสถานะทางกฎหมาย (Legal Entity) หรือรับรองให้รีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นนั้นมีสถานะเป็นนิติบุคคล เช่น กฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาในบางมลรัฐ เช่น มลรัฐ Massachusetts และมลรัฐ Delaware ที่รับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ไว้ในกฎหมายของมลรัฐ (Statutory Trust Act) ทำให้การจัดตั้งกองรีท (REITs) ภายใต้กฎหมายดังกล่าวได้รับการรับรองให้มีสถานะเป็นหน่วยทางกฎหมาย (Legal Entity) แยกต่างหากจากทรัสต์หรือผู้ก่อตั้งทรัสต์ และประเทศญี่ปุ่นภายใต้ Act on Investment Trust and Investment Corporation ฉบับปัจจุบัน ซึ่งกำหนดให้ J- REITs อาจจัดตั้งขึ้นได้โดยใช้

<sup>16</sup> ข้อ 25 (1) (ก) ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

รูปแบบของบริษัท (Corporations) ซึ่งเป็นที่นิยมอย่างมากในปัจจุบัน และเมื่อพิจารณาจาก J- REITs ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE) ก็จะพบว่า J- REITs ทั้งหมดที่มีการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวล้วนจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัท (Corporations) ทั้งสิ้น<sup>17</sup>

โดยอาจสรุปกฎหมายต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ได้ดังนี้

### ตารางที่ 6

#### สรุปกฎหมายต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท

กฎหมาย ต่างประเทศ	ความเป็นนิติบุคคล ของกองรีท	กฎหมายที่กำหนด
ประเทศสิงคโปร์		
- S-REIT	X	-
- Business Trust	X	-
ประเทศญี่ปุ่น		
(1) Investment Trusts	X	ระบุไว้ใน Act on Investment Trust and Investment Corporation โดยกำหนดให้ J-REIT ตั้งได้ 2 แบบ คือ
(2) Corporations	✓	(1) Investment Trusts – ซึ่งไม่เป็นนิติบุคคล (2) Corporations – ซึ่งเป็นนิติบุคคล (เป็นที่นิยมมาก)
ประเทศอังกฤษ	✓	ระบุไว้ใน Financial Act โดยกำหนดให้ REIT ต้องเป็นเป็น Company หรือ Group of Company
ประเทศอเมริกา	✓	ระบุไว้ใน Delaware Statutory Trust Act

<sup>17</sup> A Euromoney Institutional Investor PLC company, *J-Reits, Japan Real Estate Investment Trusts Outlook & Opportunity*.

ดังนั้น เมื่อพิจารณาถึงกฎหมายต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ตามที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาและสรุปไว้ข้างต้นนั้น ทำให้ผู้วิจัยพบว่ามีหลายประเทศที่มีการรับรองให้กองรีท (REITs) เป็นนิติบุคคล แม้ว่าจะไม่ได้ระบุไว้ในกฎหมายที่เกี่ยวข้องโดยตรง เช่น ในกรณีของประเทศอังกฤษที่กำหนดให้รีท (REITs) ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปของบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company)<sup>18</sup> แต่ก็มีกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาในมลรัฐ Delaware และกฎหมายของประเทศญี่ปุ่นที่มีการกำหนดรับรองสถานะของกองรีท (REITs) ไว้โดยตรง ซึ่งการรับรองสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) หรือการกำหนดให้กองรีท (REITs) เป็นนิติบุคคลนี้จะส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจหรือการเข้าทำธุรกรรมใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) เนื่องจากกองรีท (REITs) ที่เป็นนิติบุคคลหรือได้รับการรับรองสถานะให้เป็นหน่วยทางกฎหมายนั้นจะสามารถทำนิติกรรมหรือธุรกรรมใดๆ ได้โดยตนเอง หรือในกรณีที่ทรัสต์ของกองรีท (REITs) เข้าทำธุรกรรมหรือก่อนนิติสัมพันธ์ใดๆ กับบุคคลภายนอกเพื่อกองรีท (REITs) ก็ย่อมนำมาซึ่งความชัดเจนในทางกฎหมายและต่อบุคคลภายนอกกว่าคู่สัญญาที่แท้จริงในการทำนิติกรรมหรือเข้าทำธุรกรรมใดๆ กับบุคคลภายนอกก็คือกองรีท (REITs) ไม่ใช่ทรัสต์

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่หน้าที่และความรับผิดชอบของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกองรีทตามกฎหมายต่างประเทศก็จะพบว่า

## (1) ประเทศสิงคโปร์

### (1.1) กรณี S-REITs

เนื่องจาก S-REITs ไม่มีสภาพเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย (Legal Entity) ดังนั้นทรัพย์สินของ S-REITs จึงมีทรัสต์เป็นผู้มีชื่อในฐานะที่เป็นเจ้าของทรัพย์สิน (Legal Ownership) เช่นเดียวกับรีท (REIT) ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ของไทย โดย The Securities and Futures Act 2001 กำหนดให้ทรัสต์ของ S-REITs มีหน้าที่ดูแลและเก็บรักษาทรัพย์สินที่เป็นของกองรีท (REITs) โดยแยกต่างหากจากทรัพย์สินของทรัสต์และของลูกค้ายื่นของทรัสต์ รวมถึงการจัดทำบัญชีรายการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) และรายงานให้ผู้ถือหุ้นรายไตรมาส รวมถึงตรวจสอบการเข้าทำสัญญาต่างๆ ในนามกองรีท (REITs) ของ S-REITs Manager

<sup>18</sup> บริษัทแม่ (Group of Company) ของกองรีท (REIT) จะต้องถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของบริษัทในเครือบริษัทหนึ่ง โดยในกรณีที่บริษัทในเครือมีบริษัทย่อย บริษัทในเครือจะต้องถือหุ้นในบริษัทย่อยไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 และเมื่อนับรวมหุ้นของบริษัทในเครือทั้งหมดจะต้องมีบริษัทแม่เป็นผู้ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 50 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของ บริษัทในกลุ่ม

เพื่อป้องกันมิให้มีการทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นหน่วยรีท<sup>19</sup> นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่ความรับผิดของผู้ถือหุ้นรีทก็จะพบว่า ภายใต้ Code on CIS ได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนว่าผู้ถือหุ้นรีทของ S-REITs จะมีความรับผิดจำกัดตามสัดส่วนที่ได้มีการลงทุน และเพื่อให้สอดคล้องกับหลักการดังกล่าว Code on CIS ยังได้กำหนดให้ต้องระบุข้อความจำกัดความรับผิดของผู้ถือหุ้นรีทไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) อีกครั้งเพื่อความชัดเจน เมื่อมีการจัดตั้ง S-REITs ด้วย

### (1.2) กรณี Business Trusts

เช่นเดียวกับ S-REITs เนื่องจาก Business Trusts ของประเทศสิงคโปร์ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย (Legal Entity) ดังนั้น ทรัพย์สินของ Business Trusts จึงถูกถือกรรมสิทธิ์โดย Trustee-manager ตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) และจะมี Trustee-manager เป็นผู้ทำธุรกรรมใดๆ กับบุคคลภายนอกในนามของ Business Trusts อย่างไรก็ดี เนื่องจาก Business Trusts Act กำหนดไว้อย่างชัดเจนว่าผู้ถือหุ้นทรัสต์ของ Business Trusts ไม่ต้องรับผิดชอบหนี้สินและความเสียหายใดๆ ที่เกิดแก่ Business Trusts อันเนื่องมาจากการบริหารจัดการของ trustee-manager เกินไปกว่าจำนวนเงินคงค้างที่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ผูกพันที่จะต้องชำระและได้แสดงออกไว้โดยชัดแจ้งว่าจะจ่ายเงินดังกล่าวให้แก่ Business Trusts ดังนั้น Business Trusts ของประเทศสิงคโปร์จึงไม่มีปัญหาเกี่ยวกับความไม่ชัดเจน ในแง่ความรับผิดของผู้ถือหุ้นรีท

### (2) ประเทศญี่ปุ่น

เนื่องจาก J-REITs ของประเทศญี่ปุ่นนั้น สามารถจัดตั้งขึ้นได้ 2 รูปแบบ คือ (1) J-REITs ที่จัดตั้งขึ้นเป็น Investment Corporations (*toshi hojin*) ซึ่งเป็นนิติบุคคลที่ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะ (Special Purpose Entity - SPE) ซึ่งเป็นรูปแบบที่ได้รับความนิยมอย่างมาก ด้วยข้อได้เปรียบที่การจัดโครงสร้างดังกล่าวทำให้ J-REITs มีลักษณะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย และ (2) J-REITs ที่เป็น Investment Trusts โดยจัดตั้งขึ้นจากสัญญาทรัสต์ (trust contract) ซึ่งยังไม่มีกฎหมายรองรับให้ J-REITs ที่เป็น Investment Trusts มีสถานะเป็นนิติบุคคล ดังนั้น J-REITs ที่เป็น

<sup>19</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 49

Investment Trusts จึงยังคงรูปแบบการจัดการในลักษณะที่เป็นกองทรัพย์สินเช่นเดียวกับบริษัท (REITs) ของประเทศสิงคโปร์

โดยทรัสต์ของ J-REITs ภายใต้กฎหมาย Trust Act 2006 (Shintaku Ho) จะต้องละเว้นการกระทำที่ไม่เหมาะสมต่อทรัพย์สินของกองทรัสต์ เช่น การนำทรัพย์สินของกองทรัสต์มารวมกับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือนำไปรวมกับทรัพย์สินของกองทรัสต์รายอื่นที่ตนทำหน้าที่เป็นทรัสต์ และไม่เข้าทำธุรกรรมในนามของกองทรัสต์โดยที่ทรัสต์เป็นตัวแทนของคู่สัญญา กับกองทรัสต์ในอีกสถานะหนึ่ง และไม่นำทรัพย์สินของกองทรัสต์มาเป็นประกันความรับผิดในทางส่วนตัวของทรัสต์ เป็นต้น<sup>20</sup>

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่ความชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดของผู้ถือหุ้นบริษัท ก็พบว่า ในกรณีที่ J-REITs มีการจัดโครงสร้างเป็น Investment Corporations ผู้ลงทุนของ J-REITs จะมีความรับผิดจำกัดเพียงเท่าจำนวนเงินที่เป็นค่าจองซื้อหน่วยบริษัต์<sup>21</sup> และสำหรับกรณีของ J-REITs ที่มีการจัดโครงสร้างเป็น Investment Trusts นั้น ผู้ถือหุ้นบริษัทก็จะได้รับความคุ้มครองภายใต้กฎหมายทรัสต์ของประเทศญี่ปุ่นที่ถือว่า ผู้ถือหุ้นบริษัทจะมีสิทธิในทางส่วนตัว (Rights in personam) ที่สามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้ต่อบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นบริษัทต้องรับผิดต่อบุคคลภายนอก และมีสิทธิที่จะได้รับความคุ้มครองจากเจ้าหน้าที่ของกองทรัสต์ด้วย

### (3) ประเทศอังกฤษ

เนื่องจาก UK-REITs จะต้องจัดตั้งในรูปของบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company) ดังนั้น ภายใต้การจัดโครงสร้างดังกล่าวจึงทำให้ UK-REITs มีสถานะเป็นนิติบุคคล โดยรูปแบบขององค์กรธุรกิจที่นำมาใช้ในการจัดตั้ง และเช่นเดียวกับหลักกฎหมายทรัสต์ทั่วไป กล่าวคือ แม้ UK-REITs จะเป็นนิติบุคคล แต่ในกรณีที่ UK-REITs มีการจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของ Authorised unit trust scheme (“AUT”) ซึ่งเป็น CIS ภายใต้ FSMA 2000 เพื่อประกอบธุรกิจใน EEA State UK-REITs ก็จะต้องมีบุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์เรียกว่า Depositary<sup>22</sup> โดยบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของ Depositary จะเป็นไปตามที่กำหนดในตราสารก่อตั้งโครงการ (instrument constituting the fund) รวมถึงหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนด เช่น ตรวจสอบการทำหน้าที่

<sup>20</sup> Article 31 (1) of Trust Act 2006 (Shintaku Ho)

<sup>21</sup> Article 77 (1) of the Act on Investment Trust and Investment Corporation

<sup>22</sup> COLL, “Depositary” means (1) (b) (in relation to an AUT) the trustee, [Online] Available from : <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G278.html>

ของผู้จัดการโครงการ (authorised fund manager) โดยเฉพาะในกรณีที่ผู้จัดการโครงการได้เข้าทำธุรกรรมใดๆ ในนามของโครงการจัดการลงทุน (scheme) รวมถึงการลงทุนต่างๆ (investment powers)<sup>23</sup> จัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ออกหน่วยรีท และจัดทำบัญชีผู้ถือหน่วยรีท เป็นต้น

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาในแง่ของการทำธุรกรรมที่เป็นการกู้ยืมเงินของกองรีท (REITs) นั้น พบว่ากองรีท (REITs) จะถูกจำกัดการกู้ยืม (Borrowing limits) ซึ่งกำหนดไว้ไม่เกินร้อยละ 10 ของมูลค่าทรัพย์สินของโครงการโดยจะต้องเป็นการกู้ยืมเงินจาก Eligible institution<sup>24</sup> หรือ Approved bank เท่านั้น และจะต้องชำระคืนภายใน 3 เดือน ทั้งนี้ หากปรากฏว่ากองรีท (REITs) มีลักษณะเป็น CIS ประเภท AUT ที่อยู่ภายใต้ UCIT Directive การเข้าทำธุรกรรมใดๆ ของกองรีท (REIT) โดยเฉพาะการกู้ยืมเงินก็จะต้องปฏิบัติตาม UCITs Directive ด้วย<sup>25</sup>

นอกจากนี้ ผู้ถือหน่วยรีทของ UK-REIT ในกรณีที่กองรีท (REIT) เป็น AUT ยังได้รับความคุ้มครอง โดยจะต้องระบุข้อจำกัดความรับผิดในการจัดตั้ง AUT และต้องระบุในเอกสารที่ก่อตั้ง CIS (Instrument constituting the fund) ว่าผู้ถือหน่วยรีท (กรณีที่กองรีท (REIT) เป็น AUT) ไม่ต้องรับผิดในค่าใช้จ่ายใดที่เกิดขึ้นภายหลังที่ได้จ่ายเงินเป็นค่าซื้อหน่วยลงทุนดังกล่าว และไม่มี ความรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับหน่วยลงทุนที่ตนถืออยู่ ซึ่งกรณีดังกล่าวอาจ เทียบเคียงได้กับหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศของสำนักงาน ก.ล.ด. ว่าด้วยว่าด้วยข้อกำหนด เกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์<sup>26</sup>

#### (4) ประเทศสหรัฐอเมริกา

เนื่องจาก US-REITs ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมาย Delaware Statutory Trust Act ได้ถูกรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ให้มีสถานะเป็นนิติบุคคล<sup>27</sup> (legal entity) ดังนั้น ภายใต้กฎหมายของมลรัฐ Delaware จึงทำให้ US-REITs เปรียบเสมือนเป็นองค์กรธุรกิจประเภทหนึ่ง

<sup>23</sup> COLL 6.1.3G (3) of Collective Investment Schemes

<sup>24</sup> Eligible institution คือ (1) CRD credit institution หรือ (2) MIFID investment firm ที่ได้รับอนุญาตโดยหน่วยงานกำกับดูแลของรัฐ (Home State regulator)

<sup>25</sup> COLL 5.3.5 R (1) of Collective Investment Schemes

<sup>26</sup> ข้อ 8 (1) และ (2) ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

<sup>27</sup> §3801 of The Delaware Statutory Trust Act

ตามกฎหมายของมลรัฐ (state law corporations)<sup>28</sup> และสามารถถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของกองรีท (REITs) เองได้ โดยมีทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) และเนื่องจากลักษณะเฉพาะของกฎหมาย Delaware statutory trust Act ที่เอื้อต่อการประกอบธุรกิจและให้ความสำคัญกับหลักเสรีภาพในการทำสัญญา ทำให้กฎหมายดังกล่าวมีบทบาทบัญญัติที่วางหลักการเกี่ยวข้องกับบทบาทหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์ในลักษณะที่เป็นหลักการกว้างๆ และบทบัญญัติของกฎหมายส่วนใหญ่จะอยู่ภายใต้หลักความตกลงที่ระบุไว้ในตราสารก่อตั้งทรัสต์ (governing instrument)

อย่างไรก็ดี กฎหมาย Delaware Statutory Trust Act ก็มีบทบัญญัติที่เกี่ยวกับบทบาทและความรับผิดชอบของทรัสต์ โดยกำหนดให้ทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) และให้ถือเสมือนว่าทรัสต์เป็นผู้ถือทรัพย์สินต่างๆ ที่เป็นของกองรีท (REITs) รวมถึงรายได้ที่เกิดจากการดำเนินกิจการของกองรีท (REITs) ในนามของผู้รับประโยชน์<sup>29</sup> และในกรณีที่ทรัสต์กระทำการใดๆ ในการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อย่างเต็มความสามารถ ทรัสต์ก็ไม่ต้องรับผิดชอบในส่วนต่อบุคคลใดๆ สำหรับการกระทำดังกล่าว เว้นแต่เป็นกรณีที่ทรัสต์ละเลยต่อการทำหน้าที่ทรัสต์ของกองรีท (REITs)

นอกจากนี้ การที่กฎหมายของมลรัฐ Delaware ได้กำหนดให้ทรัสต์เป็นนิติบุคคลนั้น ยังทำให้สามารถนำหลักความรับผิดจำกัด (Limited Liability) มาใช้เพื่อคุ้มครองผู้รับประโยชน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหน่วยรีทของ US-REITs ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายของมลรัฐ Delaware ได้อีกด้วย โดย Delaware Statutory Trust Act ได้กำหนดให้ผู้รับประโยชน์จากกองรีท (REITs) ถูกจำกัดความรับผิดเพียงเท่าจำนวนมูลค่าของหน่วยรีทที่ผู้รับประโยชน์มีหน้าที่ต้องชำระเข้าเป็นทรัพย์สินของกองรีท (REITs)<sup>30</sup> เท่านั้น

<sup>28</sup> LEE Suet Fern and Linda Esther FOO, "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation.", at 36-37.

<sup>29</sup> Section 3805(a) of Delaware statutory trust Act and Section 3805(f) provides that "Except to the extent otherwise provided in the governing instrument of the statutory trust, legal title to the property of the statutory trust or any part thereof may be held in the name of any trustee of the statutory trust, in its capacity as such, with the same effect as if such property were held in the name of the statutory trust."

<sup>30</sup> Section 3803(a) of Delaware statutory trust Act



### 5.3 ข้อพิจารณาในการรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

เนื่องจากทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นเพียงรูปแบบหนึ่งของการนำทรัสต์มาใช้ ซึ่งอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ที่กำหนดให้ทรัสต์อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุนตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดในเรื่อง ดังต่อไปนี้<sup>31</sup>

- (1) การออกหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- (2) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายว่าด้วยนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์
- (3) ธุรกรรมอื่นที่ส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน

โดยในปัจจุบัน คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ใช้ทรัสต์ได้ โดยหนดให้ทรัสต์อาจก่อตั้งขึ้นเพื่อประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกรรมในตลาดทุน<sup>32</sup> ดังนี้

#### (1) ทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกไปทรัสต์

(1.1) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและรายใหญ่ (Institutional Investor & High Net Worth Trust Fund)

(1.2) การก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT)

(1.3) การตั้ง Exchange-traded fund ในรูปทรัสต์

(1.4) การตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจในรูปทรัสต์ (Special Purpose Trust)

(1.5) การก่อตั้งทรัสต์ที่เกี่ยวกับการออกตราสารสุกุก (Sukuk)

<sup>31</sup> มาตรา 4 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>32</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กข. 8/2552 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้

ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 7/2557 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 2)

ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กร. 4/2558 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 3)

(2) ทรัสต์สำหรับการถือครองทรัพย์สินหรือเพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ในการออกหลักทรัสต์ (Passive trust)

- (2.1) การใช้ทรัสต์ในการออกและเสนอขายหุ้นให้กรรมการและพนักงาน
- (2.2) การใช้ทรัสต์ในโครงการร่วมลงทุนระหว่างนายจ้างและลูกจ้าง (Employee Joint Investment Program)
- (2.3) การใช้ทรัสต์ในการออกไปสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์
- (2.4) การตั้งบัญชีเงินสำรอง (Reserve account) หรือเงินทุนทยอยชำระ (Sinking fund) ในรูปทรัสต์เพื่อการชำระหนี้ในการออกหุ้นกู้
- (2.5) การตั้งบัญชีทรัพย์สินในรูปทรัสต์ในการเรียกเก็บหนี้ให้นิติบุคคลเฉพาะกิจ

และต่อมาคณะกรรมการก.ล.ต. ได้มีการออกประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัสต์และตลาดหลักทรัสต์ว่าด้วยการกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ออกทรัสต์ได้เพิ่มเติม โดยกำหนดให้สามารถก่อตั้งทรัสต์เพื่อประกอบกิจการเงินร่วมทุน (private equity)<sup>33</sup> และทรัสต์เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure trust)<sup>34</sup>ได้

เมื่อพิจารณาถึงการนำทรัสต์มาใช้ในรูปแบบต่างๆ ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ทำให้พบว่า ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REIT) เป็นเพียงรูปแบบหนึ่งที่ตั้งอยู่ในกลุ่มของทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกไปทรัสต์ การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REIT) โดยการแก้ไขเพิ่มเติมพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะมีผลถึงทรัสต์ในรูปแบบอื่นๆ ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติดังกล่าวด้วย ดังนั้น ในการรับรองสถานะทางกฎหมายโดยการกำหนดให้ทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นนิติบุคคลจึงต้องพิจารณาถึงผลทางกฎหมายเมื่อทรัสต์ประเภทอื่นๆ ที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติดังกล่าวได้รับการรับรองให้มีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วย

<sup>33</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัสต์และตลาดหลักทรัสต์ที่ กร. 7/2557 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ออกทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 2)

<sup>34</sup>ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัสต์และตลาดหลักทรัสต์ที่ กร. 4/2558 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ให้ออกทรัสต์ได้ (ฉบับที่ 3)

อย่างไรก็ดี จากการศึกษากฎหมายต่างประเทศทำให้ผู้วิจัยพบว่า การจัดตั้งทรัสต์ในต่างประเทศนั้นมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับหลายฉบับหรืออาจกำหนดให้ทรัสต์นั้นสามารถจัดตั้งขึ้นได้หลายรูปแบบ โดยเฉพาะในกรณีของประเทศสิงคโปร์ที่นอกจากจะกำหนดให้ S-REITs เป็นการจัดตั้งทรัสต์ที่อยู่ภายใต้ The Securities and Futures Act 2001 แล้ว ประเทศสิงคโปร์ยังกำหนดให้มีการนำทรัสต์มาใช้โดยจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมาย Business Trust Act เพื่อรองรับการนำทรัสต์มาใช้ในวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน (รายละเอียดปรากฏตามหัวข้อ 3.3) รวมถึงประเทศอื่นๆ เช่นในกรณีของประเทศมาเลเซีย เป็นต้น

ดังนั้น หากในอนาคตประเทศไทยมีแนวคิดในการรับเอา Business Trusts เข้ามาใช้ในประเทศไทยก็อาจเป็นข้อพิจารณาอีกประการหนึ่งในการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อเลือกรูปแบบของ Business Trusts ที่เหมาะสมในการนำมาใช้ในประเทศไทย รวมถึงการพิจารณากำหนดหลักการเพื่อรับรองสถานะทางกฎหมายของทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าวในอนาคต



## บทที่ 6 บทสรุปและข้อเสนอแนะ

### 6.1 บทสรุป

แนวคิดในการรับเอาหลักการของทรัสต์ซึ่งเป็นหลักกฎหมายคอมมอนลอว์ (Common Law) และมีวิวัฒนาการมาเป็นระยะเวลายาวนานกว่า 200 ปีเข้ามาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนของประเทศไทย โดยการตราเป็นพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 (“พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ”) นั้น อาจกล่าวได้ว่าเป็นการรับเอาทรัสต์เข้ามาใช้ในลักษณะที่เป็นทรัสต์เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trusts) โดยเฉพาะการนำลักษณะการจัดโครงสร้างของทรัสต์มาใช้ในการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) หรือรีท (REITs)

เนื่องจากรีท (REITs) เป็นเครื่องมือการระดมทุนเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความนิยมอย่างมากในต่างประเทศ ด้วยลักษณะการจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ทำให้เกิดความแน่นอนในการคุ้มครองผู้รับประโยชน์ของกองรีทซึ่งเป็นข้อได้เปรียบมากกว่าการลงทุนในเครื่องมือทางการเงินประเภทอื่นๆ แต่อย่างไรก็ดี เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่ใช้กฎหมายในระบบซีวิลลอว์ (Civil Law) ดังนั้น การรับเอากฎหมายทรัสต์มาใช้จึงต้องกระทำโดยการบัญญัติขึ้นเป็นกฎหมายและเนื่องจากพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ กำหนดให้ ทรัสต์คือนิติสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินและกำหนดให้กองทรัสต์มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ไม่เป็นนิติบุคคล กรณีดังกล่าวจึงอาจนำมาสู่ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) และอาจทำให้การก่อตั้งรีท (REITs) ในประเทศไทยไม่ได้รับความนิยมหรือถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายเหมือนในต่างประเทศ หรืออาจทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจเลือกใช้วิธีการจัดโครงสร้างองค์กรธุรกิจในรูปแบบอื่นแทนการก่อตั้งรีท (REITs) ได้

อย่างไรก็ดี จากการศึกษาถึงลักษณะของรีท (REITs) ที่ใช้การจัดโครงสร้างแบบทรัสต์ วิวัฒนาการของทรัสต์ในต่างประเทศ รวมถึงการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีท (REITs) ในต่างประเทศประกอบกับรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ของไทย ทำให้ผู้วิจัยเห็นว่าการรับเอาแนวคิดของทรัสต์เข้ามาใช้ในประเทศไทยนั้นน่าจะเป็นเรื่องดีในด้านของการพัฒนารูปแบบการระดมทุนและเป็นการสร้างเครื่องมือทางการเงินรูปแบบใหม่เพื่อเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ลงทุน และผู้ประกอบการธุรกิจก็สามารถเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินที่เหมาะสมในการลงทุนประกอบธุรกิจได้ แต่เนื่องจากการที่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

หรือรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นเพียง กองทรัพย์สินที่เกิดขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์และไม่เป็นนิติบุคคลนั้น กรณีดังกล่าวอาจนำมาสู่ ประเด็นปัญหากฎหมายบางประการที่อาจเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) โดยอาจสรุปได้ดังนี้

### (1) ปัญหาเกี่ยวกับการแบ่งแยกทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์

การที่กองรีท (REITs) มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์ จึงมีโอกาสที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) จะปะปนกับทรัพย์สินของทรัสต์ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการ กองรีท (REITs) หลายกอง โอกาสที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) แต่ละกองที่ทรัสต์ดูแลจะปะปนกัน จึงมีมากขึ้น โดยเฉพาะการจัดการเกี่ยวกับรายได้ของกองรีท (REITs) หรือทรัพย์สินอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งทรัพย์สินที่เป็นสังหาริมทรัพย์ที่กองรีท (REITs) ได้มาในระหว่างที่อยู่ในการดูแลของทรัสต์ เป็นต้น ซึ่งกรณีดังกล่าวอาจทำให้เกิดความเสียหายต่อกองรีท (REITs) และผู้ถือหุ้นรีท ในกรณีที่ ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ปะปนกับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือปะปนกับทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อื่นๆ ที่ทรัสต์ดูแล

อย่างไรก็ดี แม้ว่ากฎหมายที่เกี่ยวข้องจะได้กำหนดมาตรฐานการทำงานของทรัสต์ ในส่วนที่เกี่ยวกับการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไว้แล้วก็ตาม แต่หากปรากฏข้อเท็จจริงว่า ทรัสต์จัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) จนเป็นเหตุให้ทรัพย์สินปะปนกัน บทบัญญัติของกฎหมาย ที่เกี่ยวข้องในเรื่องดังกล่าวกลับกำหนดบทลงโทษแก่ทรัสต์ในลักษณะที่เป็นบทสันนิษฐานซึ่งทรัสต์ยังสามารถพิสูจน์หักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าวได้

### (2) ปัญหาเกี่ยวกับการก่อหนี้ของกองรีท

เนื่องจากกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่ก่อตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อ ธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นเพียงกองทรัพย์สินที่ถูกถือกรรมสิทธิโดยทรัสต์และมิได้มีสถานะ เป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย ดังนั้น การทำธุรกรรมใดๆ ในนามของกองรีท (REITs) จึงต้องกระทำ โดยทรัสต์และจะปรากฏชื่อทรัสต์เป็นคู่สัญญาตามกฎหมายกับบุคคลภายนอกอันนำมาซึ่งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากการเข้าทำธุรกรรมหรือนิติกรรมนั้น โดยเฉพาะความผูกพัน อันเนื่องมาจากการทำธุรกรรมที่เป็นการกู้ยืมเงินในนามของกองรีทซึ่งกรณีดังกล่าวอาจนำมาสู่ปัญหา กฎหมายบางประการอันเป็นผลสืบเนื่องมาจากสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ดังนี้

### (2.1) ปัญหาความไม่ชัดเจนในกรณีที่กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน

การที่กองรีท (REITs) มีการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาใช้ในกิจการของกองรีท (REITs) และเกิดสถานะที่กองรีท (REITs) ไม่สามารถชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ อันนำมาซึ่งความจำเป็นที่จะต้องบังคับชำระหนี้กับทรัพย์สินของกองรีท (REITs) เช่นนี้ หากเป็นกรณีที่กองรีทมีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สินที่จะต้องถูกบังคับชำระหนี้ย่อมนำมาซึ่งปัญหาเนื่องจากกองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลจึงไม่อาจเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการได้

### (2.2) ปัญหาความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดของทรัสต์

โดยที่การทำธุรกรรมใดๆ เพื่อกองรีทจะต้องกระทำในนามของทรัสต์ในฐานะที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ ดังนั้น จึงอาจมีประเด็นปัญหาเกี่ยวกับความไม่ชัดเจนของกฎหมายว่าในกรณีที่กองรีทโดยทรัสต์มีการทำสัญญากับบุคคลภายนอก และหากเกิดกรณีที่บุคคลภายนอกจะต้องบังคับให้มีการปฏิบัติตามสัญญาโดยการใช้สิทธิเรียกร้องทางศาลเพื่อฟ้องบังคับชำระหนี้จากกองรีท (REITs) แล้ว บุคคลภายนอกจะสามารถฟ้องกองรีท (REITs) โดยตรงได้หรือไม่ เนื่องจากกองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล รวมถึงความรับผิดอันเนื่องมาจากการเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ที่เป็นไปตามกฎหมายอื่น เช่น ความรับผิดในความเสียหายที่เกิดขึ้นเพราะเหตุที่โรงเรียนหรือสิ่งปลูกสร้างอย่างอื่นก่อสร้างไว้ชำรุดบกพร่องหรือบำรุงรักษาไม่เพียงพอ (มาตรา 434 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์) เป็นต้น

นอกจากนี้ หากเป็นกรณีที่บุคคลภายนอกใช้สิทธิทางศาลโดยฟ้องบังคับชำระหนี้ต่อทรัสต์ของกองรีท (REITs) ทรัสต์ย่อมตกเป็นจำเลยในการดำเนินคดีดังกล่าวซึ่งหากท้ายที่สุดแล้วศาลได้มีคำพิพากษาให้ทรัสต์ต้องปฏิบัติตามการชำระหนี้ตามสัญญาหรือชดเชยค่าเสียหายให้แก่บุคคลภายนอกนั้น คำพิพากษาของศาลจะผูกพันกองรีท (REITs) ด้วยหรือไม่ และหากทรัสต์ต้องชำระหนี้ตามสัญญาหรือชดเชยค่าเสียหายให้แก่บุคคลภายนอกตามคำสั่งศาลและทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอต่อการดำเนินการดังกล่าว ทรัสต์จะมีความผูกพันต้องรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกในทางส่วนตัวหรือไม่ เป็นต้น

### (2.3) ปัญหาความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดของผู้ถือหน่วยรีท

การที่กองรีท (REITs) ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลจึงไม่อาจเข้าสู่กระบวนการล้มละลายได้นั้น แต่ทรัพย์สินในกองรีท (REITs) อาจถูกบังคับชำระหนี้และหมดไปซึ่งทรัพย์สินได้ ดังนั้น ในกรณีที่ต้องมีการบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) และทรัพย์สินของกองรีท

(REITs) ไม่เพียงพอต่อการบังคับชำระหนี้ เจ้าหนี้ของกองรีทจะสามารถเรียกให้ชำระหนี้ส่วนที่เหลือจากผู้ถือหน่วยรีทซึ่งเป็นผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ได้หรือไม่

#### (2.4) ปัญหาความไม่ชัดเจนในการคุ้มครองเจ้าหนี้ของกองรีท

เนื่องจากเจ้าหนี้ของกองรีทสามารถเรียกเอาทรัพย์สินของกองรีท (REITs) เพื่อเป็นประกันการชำระหนี้ได้ แต่หากทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอต่อการบังคับชำระหนี้ เจ้าหนี้จะสามารถบังคับชำระหนี้โดยวิธีอื่นได้อีกหรือไม่ ทั้งนี้ เนื่องจากบุคคลที่เข้าทำสัญญากู้ยืมเงินกับเจ้าหนี้เพื่อกองรีท (REITs) นั้นจะเป็นทรัสต์ซึ่งเป็นผู้มีกรรมสิทธิในทรัพย์สินของกองรีทตามกฎหมาย ดังนั้น การที่ทรัสต์กู้ยืมเงินในนามของกองรีทหรือเพื่อกองรีท หรืออาจเป็นผู้จัดการกองรีทในกรณีที่ทรัสต์มอบหมายให้ผู้จัดการกองรีทเป็นผู้ดำเนินการนั้น จะมีผลทำให้ทรัสต์มีชื่อเป็นลูกหนี้ผู้กู้ตามกฎหมาย โดยหากในการทำสัญญากู้ยืมเงินมีการกำหนดยกเว้นมาตรา 733<sup>1</sup> ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไว้<sup>2</sup> และทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ไม่เพียงพอแก่การบังคับชำระหนี้แล้ว เจ้าหนี้ของกองรีทย่อมสามารถเรียกให้ชำระหนี้ส่วนที่เหลือได้ซึ่งกรณีดังกล่าวจะมีประเด็นปัญหาเกิดขึ้นว่าเจ้าหนี้ของกองรีทจะสามารถบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์ได้หรือไม่

ทั้งนี้ จากการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีท (REITs) ในต่างประเทศ ทำให้ผู้วิจัยพบว่า มีหลายประเทศที่มีการกำหนดกฎหมายไว้อย่างชัดเจนเพื่อให้กองรีท (REITs) มีสถานะเป็นนิติบุคคล เช่นกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาในมลรัฐ Delaware ที่กำหนดหลักการดังกล่าวไว้ในกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งทรัสต์ และประเทศญี่ปุ่นที่กำหนดเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ประกอบการธุรกิจว่า J-REITs นั้น อาจจัดตั้งในรูปแบบของบริษัท (Corporations) ซึ่งจะทำให้ J-REITs นั้นมีสถานะเป็นนิติบุคคลตามกฎหมาย หรืออาจเลือกจัดตั้งในรูปแบบของ Investment Trust ที่ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลก็ได้ และในกรณีของประเทศอังกฤษที่แม้จะไม่ได้กำหนดไว้โดยตรงว่า UK- REITs จะต้องเป็นนิติบุคคลก็ตาม แต่เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีในระดับ Corporate Level แล้ว

<sup>1</sup> มิใช่กรณีการประกันเพื่อหนี้อันบุคคลอื่นต้องชำระ ตามมาตรา 727/1ของประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ซึ่งบัญญัติว่า “ถ้าเอาทรัพย์สินทั้งหมดและราคาทรัพย์สินนั้นมีประมาณต่ำกว่าจำนวนเงินที่ค้างชำระกันอยู่ก็ดี หรือถ้าเอาทรัพย์สินซึ่งจำนองออกขายทอดตลาดใช้หนี้ ได้เงินจำนวนสุทธิน้อยกว่าจำนวนเงินที่ค้างชำระกันอยู่นั้นก็ดี เงินยังขาดจำนวนอยู่เท่าใดลูกหนี้ไม่ต้องรับผิดชอบในเงินนั้น”

<sup>2</sup> คำพิพากษาฎีกาที่ 949/2523 และคำพิพากษาฎีกาที่ 1507/2538 วางหลักว่า “มาตรา 733 มิใช่บทบัญญัติแห่งกฎหมายอันเกี่ยวข้องกับ ความสงบเรียบร้อยของประชาชน ผู้จำนองอาจตกลงกับผู้รับจำนองเป็นประการอื่นพิเศษนอกเหนือจากที่มาตรา 733 บัญญัติไว้ได้ และข้อตกลงนี้ย่อมมีผลใช้บังคับได้ตามกฎหมาย ไม่ตกเป็นโมฆะ”

UK- REITs ของประเทศอังกฤษจะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company) เป็นต้น

อย่างไรก็ดี จากการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับบริษัท (REITs) ของประเทศสิงคโปร์ ทำให้ผู้วิจัยพบว่า S-REITs ของประเทศสิงคโปร์นั้น ยังคงกำหนดให้บริษัท (REITs) เกิดขึ้นจากนิติสัมพันธ์ในทางทรัพย์สิน โดยไม่ได้รับรองสถานะของกองรีท (REITs) ให้เป็นนิติบุคคลหรือเป็นหน่วยทางกฎหมายเช่นเดียวกับพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ของไทย

ดังนั้น จากข้อสรุปที่ได้จากการศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับบริษัท (REITs) ในต่างประเทศดังกล่าว จึงนำมาสู่แนวทางการแก้ไขปัญหาและข้อเสนอแนะตามที่ผู้วิจัยได้หยิบยกขึ้นพิจารณาไว้ดังนี้

## 6.2 แนวทางการแก้ไขปัญหาและข้อเสนอแนะ

จากปัญหากฎหมายที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นนั้น ผู้วิจัยเห็นว่าแนวทางการแก้ไขปัญหาดังกล่าวนั้นอาจทำได้หลายกรณี โดยขอเสนอแนวทางแก้ไขปัญหาคือ 4 แนวทางดังนี้

### 6.2.1 การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs)

การที่กองรีท (REITs) เป็นรูปแบบหนึ่งของการนำทรัสต์มาใช้ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ซึ่งอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และจัดอยู่ในธุรกรรมประเภทที่เป็น Active trusts หรือทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุนที่มีการออกใบทรัสต์ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นั้น<sup>3</sup> การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) โดยการกำหนดให้กองรีท (REITs) เป็นนิติบุคคลนั้น สามารถทำได้โดยการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ

ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัท (REITs) เป็นทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ดังนั้น การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) โดยการกำหนดให้

<sup>3</sup> ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กข. 8/2552 เรื่อง การกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้



กองรีท (REITs) เป็นนิติบุคคลจึงต้องกระทำโดยการแก้ไขหรือเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งอาจจำแนกรูปแบบของการนำทรัสต์มาใช้เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะของการประกอบธุรกิจเหมือนที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดประเภทธุรกรรมในตลาดทุนที่ใช้ทรัสต์ได้<sup>4</sup> โดยแบ่งออกเป็น 1) ทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกใบทรัสต์ และ 2) ทรัสต์สำหรับการถือครองทรัพย์สินหรือเพื่อประโยชน์ในการชำระหนี้ในการออกหลักทรัพย์ (Passive trust) และกำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ว่า

“มาตรา... ให้ผู้ก่อตั้งทรัสต์สำหรับการบริหารและจัดการลงทุน (Active trust) ที่มีการออกใบทรัสต์ยื่นคำขอจัดตั้งทรัสต์ต่อสำนักงานและเมื่อได้จดทะเบียนจัดตั้งทรัสต์แล้วให้กองทรัสต์เป็นนิติบุคคล โดยมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนหรือดำเนินกิจการตามที่ระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และให้ทรัสต์เป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทรัสต์”

หรืออาจกำหนดเป็นบทบัญญัติกลางเพื่อเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ประกอบธุรกิจว่าจะก่อตั้งทรัสต์ขึ้นโดยให้ทรัสต์ที่ก่อตั้งนั้นเป็นนิติบุคคลหรือไม่ เช่น

“มาตรา... ให้ทรัสต์ที่ตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัตินี้และประสงค์จะจัดตั้งเป็นนิติบุคคลให้ยื่นคำขอต่อสำนักงาน และเมื่อได้จดทะเบียนจัดตั้งทรัสต์แล้วให้กองทรัสต์เป็นนิติบุคคล โดยมีวัตถุประสงค์ในการลงทุนหรือดำเนินกิจการตามที่ระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และให้ทรัสต์เป็นผู้รับผิดชอบในการดำเนินการของกองทรัสต์”

อย่างไรก็ดี เนื่องจากหลักการของทรัสต์แต่เดิมนั้นเกิดขึ้นจากความความผูกพันในทางทรัพย์สินซึ่งเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ดังนั้น การแก้ไขหรือเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ โดยการกำหนดให้กองรีท (REITs) เป็นนิติบุคคลนั้นจึงอาจมีทั้งข้อดีและข้อเสียดังนี้

<sup>4</sup> Ibid.

### ข้อดี

การรับรองสถานะทางกฎหมายให้ทรัสต์เป็นนิติบุคคลอันจะมีผลให้กองรีท (REITs) ซึ่งจัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ มีสถานะเป็นนิติบุคคลด้วยนั้น จะสามารถแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อหนี้ของกองรีท (REITs) ได้ดังนี้

(1) การที่กองรีท (REITs) มีกฎหมายรับรองให้เป็นนิติบุคคลจะทำให้กองรีท (REITs) มีสิทธิและหน้าที่ใดๆ ตามกฎหมายได้ และสามารถเป็นเจ้าของทรัพย์สินในกองรีท (REITs) รวมถึงสามารถก่อนิติสัมพันธ์หรือเข้าทำธุรกรรมใดๆ เพื่อให้มีผลผูกพันทรัพย์สินในกองรีท (REITs) ด้วยตนเองได้ แม้จะเป็นการก่อนิติสัมพันธ์หรือเข้าทำธุรกรรมโดยทรัสต์ก็ตาม อันจะนำมาซึ่งความชัดเจนของตัวบุคคลที่เข้าเป็นคู่สัญญากับบุคคลภายนอก

(2) การที่กองรีท (REITs) มีกฎหมายรับรองให้เป็นนิติบุคคลจะทำให้กองรีท (REITs) สามารถเป็นเจ้าของทรัพย์สินเองได้โดยมีทรัสต์เป็นผู้บริหารจัดการทรัพย์สินนั้น เช่นนี้จะช่วยแก้ปัญหาในเรื่องการจัดการทรัพย์สิน และการแยกรายการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์ได้ ซึ่งจะช่วยให้โอกาสที่ทรัพย์สินของกองรีท (REITs) กับทรัพย์สินของทรัสต์จะปะปนกันจึงเกิดขึ้นได้น้อยลง เพราะนิติบุคคลต้องจัดทำบัญชีทรัพย์สินตลอดเวลา และยังทำให้ผู้ถือหุ้นรีทสามารถตรวจสอบบัญชีทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ได้โดยสะดวก

(3) การที่กองรีท (REITs) มีกฎหมายรับรองให้เป็นนิติบุคคลจะเป็นการสร้าง ความชัดเจนให้แก่ทรัสต์ในแง่ของความรับผิดของทรัสต์ต่อบุคคลภายนอก เนื่องจากบุคคลภายนอกสามารถบังคับให้กองรีท (REITs) ปฏิบัติตามสัญญาได้โดยตรง นอกจากนี้กองรีท (REITs) ยังสามารถ มีสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดต่างๆ ต่อบุคคลภายนอกได้ในนามของกองรีท (REITs) เอง รวมถึงในกรณีที่มีการดำเนินคดีหรือการใช้สิทธิทางศาลด้วย

(4) การที่กองรีท (REITs) มีกฎหมายรับรองให้เป็นนิติบุคคลจะช่วยสร้างความชัดเจนในกรณีที่กองรีท (REITs) มีการกู้ยืมเงินจนเป็นเหตุให้กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน ซึ่งนอกจากกองรีท (REITs) จะสามารถเข้าสู่กระบวนการล้มละลายและการฟื้นฟูกิจการ อันเป็นการสร้างโอกาสให้เจ้าหนี้ของกองรีทสามารถมีโอกาสได้รับชำระหนี้จากแผนฟื้นฟูกิจการของกองรีท (REITs) แล้ว ยังเป็นการสร้างความแน่นอนในแง่ความรับผิดของผู้ถือหุ้นรีทได้อีกทางหนึ่ง เนื่องจากการที่กองรีทเป็นนิติบุคคลนั้นย่อมสามารถนำหลักความรับผิดจำกัด (Limited Liability) มาใช้กับผู้ถือหุ้นรีทและสามารถกำหนดให้ผู้ถือหุ้นรีทมีความรับผิดจำกัดเพียงเท่าจำนวนเงินที่ยังสงฆ์ไม่ครบมูลค่าหน่วยรีทที่ตนถืออยู่ได้

อย่างไรก็ดี แม้ว่าการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) โดยการกำหนดให้ทรัสต์บางประเภทที่จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ เป็นนิติบุคคลนั้นจะมีข้อดีและสามารถแก้ไขปัญหากับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อหนี้ของกองรีท (REITs) ได้หลายประการ แต่แนวทางการแก้ไขดังกล่าวก็อาจมีผลกระทบที่เป็นข้อเสียอยู่ไม่น้อย เช่น

### ข้อเสีย

การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) โดยการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้น อาจมีข้อเสีย ดังนี้

(1) การแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ นั้นอาจมีข้อยุ่งยากและต้องใช้เวลาอันยาวนาน เนื่องจากกระบวนการในการแก้ไขกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติที่ต้องผ่านการพิจารณาหลายขั้นตอน ประกอบกับการแก้ไขกฎหมายนั้นจำเป็นต้องศึกษาให้ละเอียดถี่ถ้วนทำให้ไม่อาจดำเนินการได้ทันต่อนโยบายที่ต้องการสนับสนุนให้มีการนำรีท (REITs) มาใช้เพื่อสร้างเครื่องมือในการระดมทุนเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีความเป็นสากลเพื่อแข่งขันกับต่างประเทศ

(2) ปัญหาบางประการเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) การก่อหนี้ของกองรีท (REITs) และความรับผิดชอบของทรัสต์ต่อหนี้สินของกองรีท (REITs) นั้น อาจแก้ไขได้โดยการกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติม โดยไม่จำเป็นต้องแก้ไขกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติ

(3) การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) โดยการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ อาจทำให้กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์ของประเทศไทยไม่สอดคล้องต่อหลักการของทรัสต์แบบดั้งเดิมที่เกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ในทางทรัพย์สินอันเนื่องมาจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(4) การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีท (REITs) อาจทำให้เกิดองค์กรธุรกิจรูปแบบใหม่ที่มีความซ้ำซ้อนขององค์กรธุรกิจที่มีอยู่ในปัจจุบัน เช่น บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น

เมื่อพิจารณาจากข้อดีและข้อเสียของข้อเสนอแนะในการแก้ไขเพิ่มเติมบทบัญญัติในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ตามที่ผู้วิจัยได้นำเสนอไว้ข้างต้น จึงนำมาสู่

ข้อเสนอแนะอีกแนวทางหนึ่งที่จะสามารถแก้ไขปัญหเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อกำหนดของกองรีท (REITs) ได้ดังนี้

## 6.2.2 การแก้ไขปัญหโดยกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติม

ตามทีผู้วิจัยได้กล่าวไว้ในเบื้องต้นว่าปัญหาบางประการเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) การก่อกำหนดของกองรีท (REITs) และความรับผิดชอบของทรัสต์ต่อหนี้สินของกองรีท (REITs) นั้น สามารถแก้ไขได้โดยการกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติม โดยอาจแก้ไขกฎหมายในบางส่วนของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ และการกำหนดหลักเกณฑ์และมาตรการต่างๆ เพิ่มเติมไว้ในระดับประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. หรือประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่เกี่ยวข้อง เช่น

### (1) การกำหนดหน้าที่ของทรัสต์ในการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs)

เนื่องจากบทบัญญัติของกฎหมายในส่วนที่เกี่ยวกับการทำหน้าที่ของทรัสต์ในการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ตามมาตรา 34 และ 35 ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งกำหนดว่า

“มาตรา 34 ให้ทรัสต์จัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แยกต่างหากจากบัญชีอื่นๆ ของทรัสต์ ในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องจัดทำบัญชีทรัพย์สินของกองทรัสต์แต่ละกองแยกต่างหากออกจากกัน ทั้งนี้ โดยต้องบันทึกบัญชีให้ถูกต้องครบถ้วนและเป็นปัจจุบันด้วย

ในการจัดการกองทรัสต์ ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์ไว้ต่างหากจากทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์และทรัพย์สินอื่นที่ทรัสต์ครอบครองอยู่ และในกรณีที่ทรัสต์จัดการกองทรัสต์หลายกอง ทรัสต์ต้องแยกกองทรัสต์แต่ละกองออกจากกันด้วย”

“มาตรา 35 ในกรณีที่ทรัสต์มิได้ดำเนินการให้เป็นไปตามมาตรา 34 จนเป็นเหตุให้กองทรัสต์ปะปนอยู่กับทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์จนมิอาจแยกได้ว่าทรัพย์สินใดเป็นของกองทรัสต์และทรัพย์สินใดเป็นทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เอง ให้สันนิษฐานว่า

(1) ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์

(2) ความเสียหายและหนี้ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นความเสียหายและหนี้ที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์

(3) ผลประโยชน์ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้น  
เป็นของกองทรัสต์

ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่ตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึงทรัพย์สิน  
ที่ถูกเปลี่ยนรูปหรือถูกเปลี่ยนสภาพไปจากทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นด้วย”

ดังนี้ จะเห็นได้ว่าบทบัญญัติในมาตรา 35 มีลักษณะเป็นบทสันนิษฐาน  
ซึ่งทรัสต์สามารถพิสูจน์หักล้างข้อสันนิษฐานดังกล่าวได้ ดังนั้น เพื่อให้บทบัญญัติดังกล่าวมีลักษณะ  
เป็นการลงโทษในกรณีที่ทรัสต์ไม่จัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์ (REITs) ตามที่กฎหมายกำหนด  
จนเป็นเหตุให้ทรัพย์สินของกองทรัสต์ (REITs) ต้องปะปนกับทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์ โดยอาจแก้ไข  
บทบัญญัติในมาตรา 35 เป็นดังนี้

“ในกรณีที่ทรัสต์มิได้ดำเนินการให้เป็นไปตามมาตรา 34 จนเป็นเหตุให้  
กองทรัสต์ปะปนอยู่กับทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์จนอาจแยกได้ว่าทรัพย์สินใดเป็นของ  
กองทรัสต์และทรัพย์สินใดเป็นทรัพย์สินที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์เอง **ให้ถือว่า**

- (1) ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของกองทรัสต์
- (2) ความเสียหายและหนี้ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้น  
เป็นความเสียหายและหนี้ที่เป็นส่วนตัวของทรัสต์
- (3) ผลประโยชน์ที่เกิดจากการจัดการทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นเป็นของ  
กองทรัสต์

ทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่ตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึงทรัพย์สินที่  
ถูกเปลี่ยนรูปหรือถูกเปลี่ยนสภาพไปจากทรัพย์สินที่ปะปนกันอยู่นั้นด้วย”

หรืออาจพิจารณากำหนดโทษทางอาญาเพิ่มเติมในกรณีที่ทรัสต์ไม่ปฏิบัติ  
ตามบทบัญญัติในมาตรา 34 นอกเหนือจากโทษทางปกครอง เช่นเดียวกับกรณีที่ Business Trusts  
Act ของประเทศสิงคโปร์ได้กำหนดโทษทางอาญาแก่กรรมการ พนักงาน หรือตัวแทนของ  
Trustee-Manager ในกรณีที่ Trustee-manager ปฏิบัติหน้าที่โดยฝ่าฝืนต่อ Business Trusts Act ด้วย

## (2) ปัญหาเกี่ยวกับการก่อหนี้ของกองทรัสต์ (REITs)

เนื่องจากวัตถุประสงค์ของกองทรัสต์ (REITs) ก็คือการลงทุนในทรัพย์สินหลัก  
ที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นกิจการที่มีความจำเป็นที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง ดังนั้นการกู้ยืมเงินเพื่อ  
นำมาใช้ในกิจการของกองทรัสต์ (REITs) จึงมีความสำคัญอย่างมาก แต่เนื่องจากในการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์

(REITs) อาจมีปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการที่กองรีท (REITs) มีหนี้สินมากกว่าทรัพย์สิน รวมถึงความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้นรีท และความไม่ชัดเจนในการคุ้มครองเจ้าหนี้ของกองรีท ตามที่ผู้วิจัยได้เคยตั้งข้อสังเกตไว้ข้างต้น

อย่างไรก็ดี ปัญหาดังกล่าวอาจแก้ไขได้โดยการกำหนดมาตรการรองรับเพิ่มเติมในกฎหมายระดับพระราชบัญญัติเพื่อให้เกิดความชัดเจน โดยการกำหนดให้ผู้ถือหุ้นรีทแต่ละรายต่างมีความรับผิดชอบจำกัดเพียงไม่เกินจำนวนเงินที่ตนยังส่งใช้ไม่ครบมูลค่าของหน่วยรีทที่ตนถือในลักษณะเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นของบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด หรืออาจกำหนดไว้ในประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. ในส่วนที่ว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในส่วนที่ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยการกำหนดให้ในการกู้ยืมเงินในนามของกองรีท (REITs) กับบุคคลภายนอกนั้น ทรัสต์จะต้องจัดให้มีข้อความมาตรฐานเพื่อกำหนดไว้ในสัญญากู้ยืมทุกครั้ง เพื่อให้ข้อความดังกล่าวมีผลผูกพันถึงบุคคลภายนอกที่เข้าทำธุรกรรมหรือก่อนนิติสัมพันธ์ใดๆ กับทรัสต์เพื่อกองรีท (REITs) ว่า

“[บุคคลภายนอก] จะสามารถบังคับชำระหนี้ได้เฉพาะจากทรัพย์สินของกองรีทที่นำมาเป็นหลักประกันหรือจากทรัพย์สินที่กองรีทมีอยู่ในระหว่างที่มีการบังคับชำระหนี้ โดยไม่สามารถใช้สิทธิเรียกร้องต่อผู้ถือหุ้นรีท และไม่อาจบังคับชำระหนี้เอาจากทรัพย์สินส่วนตัวของทรัสต์หรือฟ้องให้ทรัสต์ล้มละลายด้วยเหตุที่ทรัพย์สินของกองรีทไม่เพียงพอต่อการบังคับชำระหนี้”

นอกจากนี้ เพื่อให้การกู้ยืมเงินในนามของกองรีทโดยใช้ข้อความมาตรฐานนี้สามารถบังคับได้จริงในทางปฏิบัติ สำนักงาน ก.ล.ต. อาจกำหนดแนวทางเพื่อให้กองรีท (REITs) สามารถทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินได้เฉพาะกับธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยธุรกิจสถาบันการเงินซึ่งเป็นหน่วยงานที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลและมีความรู้ความเข้าใจในหลักการของทรัสต์ ซึ่งเป็นแนวทางเดียวกันกับแนวทางที่มีการใช้ในประเศญี่ปุ่น เกี่ยวกับการกู้ยืมเงินของ J-REITs ซึ่งกำหนดให้ J-REITs จะต้องกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน (financial institution) และในกรณีของ UK-REITs ที่กำหนดให้กองรีทจะต้องกู้ยืมเงินจาก Eligible institution หรือ Approved Bank

### (3) การจำกัดความรับผิดของทรัสต์ในกรณีที่มีบุคคลภายนอกได้รับความเสียหายจากทรัพย์สินในกองรีท (REITs)

แม้ว่าภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ จะเปิดโอกาสให้ทรัสต์ของกองรีทสามารถตกลงจำกัดความรับผิดของตนได้โดยการกำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ยกเว้นกรณีการจำกัดความรับผิดอันเนื่องมาจากการที่ทรัสต์ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ในพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ตามมาตรา 30 แต่เนื่องจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์นั้นมีลักษณะเป็นความผูกพันในทางสัญญาซึ่งในทางปฏิบัติทรัสต์ในฐานะผู้มีชื่อเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินของกองรีท (REITs) อาจไม่สามารถยกข้อจำกัดความรับผิดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ขึ้นต่อสู้กับบุคคลภายนอกได้ ซึ่งปัญหาดังกล่าวอาจแก้ไขได้โดยการกำหนดหลักเกณฑ์เพิ่มเติมเกี่ยวกับการจำกัดความรับผิดของทรัสต์ในกรณีที่ทรัสต์ได้จัดการกองรีทตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดแล้วแต่ยังมีความเสียหายเกิดขึ้นแก่บุคคลภายนอก ดังนี้

“มาตรา... ในกรณีที่ทรัสต์ได้จัดการกองทรัสต์ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและระมัดระวังเยี่ยงผู้มีวิชาชีพ รวมทั้งด้วยความชำนาญ โดยปฏิบัติต่อผู้รับประโยชน์อย่างเป็นธรรมเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้รับประโยชน์แล้ว ทรัสต์ไม่มีความรับผิดในทางส่วนตัวต่อบุคคลภายนอก”

อย่างไรก็ดี เนื่องจากแนวทางในการแก้ไขปัญหาข้างต้นนั้นอาจมีข้อยุ่งยากและต้องใช้เวลาอันยาวนาน เพราะเป็นการแก้ไขกฎหมายในระดับพระราชบัญญัติที่จะต้องผ่านการพิจารณาหลายขั้นตอน และจำเป็นต้องศึกษาให้ละเอียดถี่ถ้วน ดังนั้น ผู้วิจัยมีความเห็นอีกแนวทางหนึ่งว่า ประเด็นปัญหาดังกล่าวสามารถแก้ไขได้ โดยอาจเลือกใช้แนวทางที่ไม่จำเป็นต้องแก้กฎหมายในระดับพระราชบัญญัติ ซึ่งสามารถทำได้โดยการกำหนดมาตรการเพิ่มเติมสำหรับการทำหน้าที่ของทรัสต์ในการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ในระดับประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. โดยเฉพาะการกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดเก็บเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายจ่ายโอนทรัพย์สินของกองรีท (REITs) และเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งทรัพย์สินของกองรีทตามแนวทางที่กำหนดในกฎหมายของประเทศอังกฤษในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำหน้าที่ของทรัสต์

นอกจากนี้ อาจกำหนดหลักเกณฑ์เพิ่มเติมโดยให้อำนาจแก่สำนักงาน ก.ล.ต. ในการเรียกดูบัญชีรายการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) ได้ โดยอาจไม่มีการแจ้งให้ทรัสต์ทราบล่วงหน้า เพื่อสร้างมาตรการกระตุ้นให้ทรัสต์ต้องดูแลบัญชีทรัพย์สินของกองรีทตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนดและจัดทำบัญชีทรัพย์สินดังกล่าวให้เป็นปัจจุบันอยู่เสมอ

อย่างไรก็ดี ข้อเสนอแนะดังกล่าวข้างต้น แม้จะสามารถแก้ไขปัญหาบางประการเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) การก่อกำหนดของกองรีท (REITs) และความรับผิดชอบของทรัสต์ต่อหนี้สินของกองรีท (REITs) ได้ การกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติมดังกล่าว ก็อาจมีทั้งข้อดีและข้อเสีย ดังนี้

### ข้อดี

การกำหนดมาตรการเพิ่มเติมขึ้นมารองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นนั้นสามารถทำได้โดยการกำหนดหลักเกณฑ์และมาตรฐานต่างๆ ไว้ในระดับประกาศของสำนักงาน ก.ล.ต. หรือประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่เกี่ยวข้อง ซึ่งวิธีการนี้จะสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้รวดเร็วและตรงประเด็นกว่าการแก้กฎหมายในระดับพระราชบัญญัติเพื่อรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีทที่อยู่ภายใต้พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ซึ่งมีขั้นตอนที่ยุ่งยากและต้องใช้ระยะเวลาานานกว่า

### ข้อเสีย

การกำหนดมาตรการในการจัดการทรัพย์สินของกองรีท (REITs) หากเป็นการกำหนดมาตรการที่เข้มงวดมากเกินไปก็อาจเป็นการสร้างภาระแก่ทรัสต์ ซึ่งอาจทำให้ขาดบุคคลที่จะรับหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองรีท หรืออาจทำให้กองรีท (REITs) ต้องจ่ายค่าตอบแทนการทำหน้าที่เป็นทรัสต์ในจำนวนที่สูงขึ้น

นอกจากนี้ การกำหนดมาตรการเพิ่มเติมดังกล่าวยังสามารถกำหนดขึ้นเพื่อรองรับปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) ได้ในบางประการเท่านั้น ซึ่งปัญหาเกี่ยวกับการทำธุรกรรมในนามของกองรีท (REITs) ปัญหาเรื่องการเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย และการดำเนินคดีหรือการใช้สิทธิทางศาลของกองรีท (REITs) นั้นก็ยังคงมีอยู่

ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากข้อเสนอแนะในการกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติมตามที่ผู้วิจัยได้นำเสนอไว้ข้างต้นก็จะพบว่า แม้ข้อเสนอแนะดังกล่าวจะมีข้อดีที่สามารถดำเนินการได้อย่างรวดเร็วและสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ตรงจุด แต่ก็ยังมีข้อเสียที่ยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวอย่างครบถ้วน กรณีดังกล่าวจึงนำมาสู่ข้อเสนอแนะในแนวทางที่ 3 ซึ่งเป็นอีกแนวทางหนึ่งที่จะสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อกำหนดของกองรีท (REITs) ได้ดังนี้



### 6.2.3 การอนุญาตหรือรับรองให้รีท (REITs) สามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท

เนื่องจากรีท (REITs) เป็นการนำหลักการของทรัสต์มาใช้เพื่อ 2 วัตถุประสงค์หลัก คือ 1) การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trusts) และ 2) การนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการลงทุน (Investment Trusts) โดยเฉพาะการนำรีท (REITs) มาใช้เพื่อการลงทุนในทรัพย์สินหลักที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้น รีท (REITs) จึงถูกเรียกว่าทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts) แต่โดยที่รีท (REITs) มีลักษณะของการบริหารจัดการแบบทรัสต์ที่แตกต่างไปจากองค์กรธุรกิจทั่วไปทั้งในเรื่องรูปแบบและนิติสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากสัญญาก่อตั้งทรัสต์ที่แม้ว่าจะเป็นความผูกพันในทางสัญญา แต่ก็มีแนวคิดที่แตกต่างไปจากหลักการเรื่องสัญญาทั่วไป และผู้ก่อตั้งทรัสต์แม้จะถือเป็นคู่สัญญากับทรัสต์ แต่เมื่อก่อตั้งทรัสต์ขึ้นแล้ว ผู้ก่อตั้งทรัสต์ก็จะมีบทบาทใดๆ อีก ตลอดจนหลักการพื้นฐานของทรัสต์ในเรื่องหลักความห่างไกลจากการล้มละลาย (Bankruptcy remote concept) และหลักการติดตามเอาทรัพย์สินคืน (Tracing rule concept) ซึ่งเป็นหลักการดั้งเดิมของทรัสต์ที่ถูกนำมาใช้กับรีท (REITs) นี้ ทำให้รีท (REITs) มีความแตกต่างจากองค์กรธุรกิจรูปแบบอื่น เช่น บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนจำกัด เป็นต้น

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีข้อเสนอแนะเพื่อเป็นแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อกำเนิดของกองรีท (REITs) ซึ่งเป็นอีกแนวทางหนึ่งที่มีการนำมาใช้ในกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีท (REITs) ในต่างประเทศ โดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอาจพิจารณาอนุญาตหรือรับรองให้รีท (REITs) อาจจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท โดยยังคงหลักการพื้นฐานของทรัสต์ไว้คือ การทำให้ทรัสต์มีกรรมสิทธิหรือสิทธิอื่นใดในทรัพย์สินของกองรีท (Vesting) เช่นกรณีของการจัดตั้ง J-REITs ในประเทศญี่ปุ่นตามที่ Act on Investment Trust and Investment Corporation ได้กำหนดให้ J-REITs นั้นอาจจัดตั้งขึ้นได้โดยใช้รูปแบบของบริษัท (Corporations) ซึ่งเป็นองค์กรธุรกิจที่เป็นนิติบุคคลซึ่งที่เป็นรูปแบบที่ได้รับความนิยมอย่างมากในปัจจุบัน หรือจะจัดตั้งขึ้นโดยใช้รูปแบบของ Investment Trust ที่เป็นกองทรัพย์สินและไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคลก็ได้ หรือในกรณีของประเทศอังกฤษที่แม้ว่าจะไม่ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการก่อตั้ง UK-REITs ไว้อย่างชัดเจน แต่ได้กำหนดไว้ในกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการจัดเก็บภาษีของประเทศอังกฤษว่ากองรีท (REITs) ที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจะต้องจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของบริษัท (Company) หรือกลุ่มของบริษัท (Group of Company) เป็นต้น

อย่างไรก็ดี แม้ว่าข้อเสนอแนะเพื่อเป็นแนวทางการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อกำเนิดของกองรีท (REITs) ดังกล่าวจะมีตัวอย่างที่เห็นได้ชัด

ในต่างประเทศ แต่การที่จะนำหลักการดังกล่าวมาใช้กับการจัดตั้งรีทของประเทศไทยนั้นอาจจะต้องพิจารณาถึงความเหมาะสมและข้อดีข้อเสียที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งผู้วิจัยขอหยิบยกขึ้นอธิบายดังนี้

### ข้อดี

การอนุญาตหรือรับรองให้รีท (REITs) สามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัทโดยยังคงหลักการพื้นฐานของทรัสต์ไว้ จะมีข้อดีคือ

(1) เป็นการสร้างทางเลือกให้แก่ผู้ประกอบการธุรกิจสามารถเลือกรูปแบบโครงสร้างองค์กรธุรกิจที่เหมาะสมในการก่อตั้งรีท (REITs) ตามวัตถุประสงค์ในการลงทุน และเปิดโอกาสให้แก่ผู้ประกอบการสามารถพัฒนาเครื่องมือที่ใช้เพื่อการระดมทุนรูปแบบใหม่เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันกับรูปแบบการระดมทุนอื่นๆ ที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ

(2) เพื่อเป็นการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินในรูปแบบใหม่ๆ ที่มีลักษณะการจัดการทรัพย์สินแบบทรัสต์เพื่อให้มีความเป็นสากล เนื่องจากการใช้ทรัสต์ในปัจจุบันได้ถูกปรับเปลี่ยนวิธีการและหลักการต่างๆ ใช้สอดคล้องกับความต้องการทางเศรษฐกิจซึ่งทำให้ทรัสต์ในปัจจุบันแตกต่างไปจากเดิมอย่างมาก

(3) การนำแนวทางดังกล่าวมาใช้จะไม่เกิดความซ้ำซ้อนกับรูปแบบขององค์กรธุรกิจเดิมที่มีอยู่ในปัจจุบัน เนื่องจากไม่ใช่ลักษณะของการเพิ่มเติมรูปแบบองค์กรธุรกิจขึ้นใหม่แต่เป็นการนำองค์กรธุรกิจที่มีอยู่มาใช้โดยเพิ่มเติมหลักการของทรัสต์ให้มีความชัดเจนยิ่งขึ้น

### ข้อเสีย

อย่างไรก็ดี แม้ว่า การอนุญาตหรือรับรองให้รีท (REITs) สามารถจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัทยังคงหลักการพื้นฐานของทรัสต์ไว้จะมีข้อดี แต่ก็ยังมีข้อจำกัดบางประการซึ่งอาจพิจารณาได้ดังนี้

(1) การเปิดโอกาสให้มีการเลือกรูปแบบองค์กรธุรกิจที่เหมาะสมในการก่อตั้งรีท (REITs) อาจทำให้ผู้ประกอบการเลือกลักษณะการจัดโครงสร้างแบบบริษัทซึ่งมีรูปแบบของการจำกัดความรับผิดชอบที่ชัดเจนและอาจทำให้หลักการของทรัสต์แบบดั้งเดิมไม่ได้รับการพัฒนาเท่าที่ควร

(2) หน่วยงานที่เกี่ยวข้องโดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์อาจจะต้องมีการออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับมาตรการกำกับดูแลกองรีท (REITs) ในกรณีกองรีท (REITs) ที่จัดตั้งขึ้นขึ้นโดยใช้โครงสร้างองค์กรธุรกิจแบบบริษัทที่มีการเปลี่ยนลักษณะการประกอบธุรกิจ รวมถึงการทบทวนมาตรการที่เกี่ยวข้องเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นหน่วยรีทในกรณีที่กองรีท (REITs) มีการทำรายการที่มีผลเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน เป็นต้น

(3) ความพร้อมของผู้ประกอบธุรกิจและหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากประเทศไทยเพิ่งรับเอาแนวคิดในการจัดตั้งทรัสต์เข้ามาใช้สำหรับธุรกรรมในตลาดทุนได้ไม่นาน และหลักการในเรื่องทรัสต์นี้ก็ยังเป็นเรื่องใหม่ในประเทศไทย ดังนั้น การเปิดโอกาสให้มีการเลือกรูปแบบองค์กรธุรกิจที่เหมาะสมในการก่อตั้งรีท (REITs) จึงอาจจะต้องพิจารณาถึงความพร้อมของผู้ประกอบธุรกิจและหน่วยงานอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องด้วยว่าพร้อมที่จะรับเอาแนวคิดดังกล่าวซึ่งเป็นเรื่องใหม่เข้ามาใช้ในประเทศไทยหรือไม่

(4) อาจจะต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมว่าการนำแนวทางดังกล่าวมาใช้จะเหมาะสมกับรูปแบบการระดมทุนในประเทศไทยหรือไม่ เนื่องจากผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศไทยอาจจะมีขาดความเข้าใจในเครื่องมือการระดมทุนที่มีการนำหลักการเรื่องทรัสต์มาใช้ ซึ่งแตกต่างจากผู้ลงทุนสถาบันที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ และมีความเข้าใจในรูปแบบการระดมทุนผ่านเครื่องมือทางการเงินที่มีการจัดการแบบทรัสต์เป็นอย่างดี ซึ่งกรณีดังกล่าวอาจทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยไม่ได้รับความคุ้มครองเท่าที่ควร

ทั้งนี้ นอกจากข้อเสนอแนะเพื่อเป็นแนวทางการแก้ไขปัญหากับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อกำเนิดของกองรีท (REITs) ทั้ง 3 แนวทางตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ผู้วิจัยยังเห็นว่ามียังข้อเสนอหนึ่งที่อาจแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ซึ่งเป็นแนวความคิดที่เกิดขึ้นไม่นานนักในต่างประเทศ คือ

#### 6.2.4 การรับเอาแนวคิดของ Business Trusts เข้ามาใช้ในประเทศไทย

เนื่องจากข้อจำกัดของการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่กองรีทโดยการแก้ไขพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุนฯ ที่อาจกระทบกับธุรกรรมในตลาดทุนประเภทอื่นๆ ที่ใช้ทรัสต์และจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายดังกล่าว ประกอบกับการศึกษาเกี่ยวกับวิวัฒนาการของทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับรีท (REITs) ในต่างประเทศทำให้ผู้วิจัยพบว่า ปัจจุบันได้มีหลายประเทศรับเอาแนวคิดของทรัสต์มาใช้โดยมีลักษณะบางประการที่แตกต่างจากหลักการของทรัสต์แบบดั้งเดิม โดยเป็นการนำทรัสต์มาใช้เพื่อประโยชน์ในการจัดการทรัพย์สินเชิงพาณิชย์ (Commercial Trusts) ที่เป็นแบบทรัสต์ในทางธุรกิจ หรือที่เรียกว่า Business Trusts เช่นในประเทศสิงคโปร์ และในมลรัฐ Massachusetts ของประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น

ดังนั้น แนวทางการแก้ไขปัญหากับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) โดยการรับเอาแนวคิดของ Business Trusts เข้ามาใช้ในประเทศไทยนี้ จึงอาจเป็นอีกแนวทางหนึ่งที่

สามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้โดยไม่กระทบต่อธุรกรรมในตลาดทุนประเภทอื่นๆ ที่ใช้ทรัสต์ แต่อาจจะต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมถึง Business Trusts ของต่างประเทศที่เหมาะสมจะนำมาเป็น ตัวอย่างในการศึกษาและพัฒนาเป็นกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับ Business Trusts ของประเทศไทย รวมถึงข้อดีและข้อเสียในการรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่ Business Trusts เพื่อรับรองให้ Business Trusts ภายใต้กฎหมายไทยมีสถานะเป็นนิติบุคคลเช่นเดียวกับกฎหมาย Delaware Statutory Trust Act ของมลรัฐ Delaware ประเทศสหรัฐอเมริกา

### ข้อเสนอแนะ

เมื่อพิจารณาจากแนวทางแก้ไขปัญหาดังกล่าวไว้ข้างต้น ประกอบกับข้อดีข้อเสีย และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากแนวทางแก้ไขปัญหาดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีข้อเสนอแนะโดยมีความเห็นว่ แนวทางในหัวข้อ 6.2.1 การรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือรีท (REITs) มีสถานะเป็นนิติบุคคลอาจเป็นแนวทางที่ยังไม่เหมาะสม แม้จะสามารถแก้ไขปัญหาคือเกี่ยวกับสถานะทางกฎหมายของกองรีท (REITs) และการก่อหนี้ของกองรีท (REITs) ได้อย่างชัดเจน แต่ก็อาจเกิดผลกระทบต่อธุรกรรมในตลาดทุนประเภทอื่นๆ ที่ใช้ทรัสต์ เช่น การออกตราสารศุภุก และการก่อตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันและรายใหญ่ เป็นต้น

ดังนั้น แนวทางแก้ไขปัญหาคือก่อให้เกิดผลกระทบน้อยที่สุดและยังสามารถแก้ไขประเด็นปัญหาดังกล่าวที่ผู้วิจัยได้หยิบยกขึ้นอธิบายไว้ข้างต้นก็คือ แนวทางแก้ไขปัญหาคือในหัวข้อ 6.2.2. การแก้ไข ปัญหาโดยการกำหนดมาตรการอื่นๆ ขึ้นมารองรับเพิ่มเติม ซึ่งเป็นอีกหนึ่งวิธีที่สามารถแก้ไขปัญหาคือได้อย่างตรงจุด และมีผลกระทบน้อยกว่าแนวทางทางอื่นๆ อีกทั้งยังเป็นการรักษาหลักการพื้นฐานของทรัสต์แบบดั้งเดิมที่เกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ในทางทรัพย์สินอันเนื่องมาจากสัญญา ก่อตั้งทรัสต์อีกด้วย

นอกจากนี้ หากในอนาคตหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้มีการศึกษาถึงความเป็นไปได้ในการรับเอา แนวคิดของ Business Trusts เข้ามาใช้ในประเทศไทย (ตามหัวข้อ 6.2.4) ก็อาจพิจารณาเพิ่มเติม เพื่อรับรองสถานะทางกฎหมายให้แก่ Business Trusts เป็นนิติบุคคลต่อไปในอนาคต

## รายการอ้างอิง

- A Euromoney Institutional Investor PLC company. *J-Reits, Japan Real Estate Investment Trusts Outlook & Opportunity*. Asia Law & Practice. Darren Barton, 2007.
- Adam Wong. "Singapore Reits Hit 5-Year High in Distribution Yield Amid Market Slump."
- Alastair Hudson. *Equity and Trusts*. 7th ed. New York, United State: Routledge, 2013.
- ALLEN&OVERY. "The Financial Conduct Authority – an Overview." ALLEN&OVERY.
- AUSTIN W. SCOTT. "The Importance of the Trust." *39 U. Colo. L. Rev.* 177 1966-1967. (October 15, 2015 1966-1967): 177.
- Christopher Gilchrist. *Unit Trust What Every Investor Should Know*. 3 th ed. Cambridge: Woodhead-Faulkner Ltd. in association with Britannia Group of Unit Trusts Ltd, 1982.
- Colin Ng & Partners LLP. "Guide to Reits, Bts and Cis in Singapore."
- Ellisa Opstbaum Habbart, The Delaware Counsel Group, LLP,. "Llc's, Llp's, Dst's, Lp's: Why and How Are Alternative Entities Used in Cross Border Transactions." The Delaware Counsel Group, LLP.
- EUR-Lex. "Summaries of Eu Legislation." edited by EUR-Lex: EUR-Lex
- Field Fisher Waterhouse LLP. "Pooled Property Funds for Investment in Uk Property." Field Fisher Waterhouse LLP 2014
- Freddie Mac Multifamily. "Delaware Statutory Trust Act." Freddie Mac Multifamily.
- HAWKSFORD SINGAPORE. "Guide to Setting up a Singapore Trust."
- Hiroto Dogauchi. "Overview of Trust Law in Japan."
- Uk Real Estate Investment Trusts: A Discussion Paper*, 2005.
- Investment Trusts Association, Japan. "Investment Trusts in Japan 2014."
- James S. Ron. "Estate Planning in Florida: The Revocable Inter Vivos Trust." *16 U. Fla. L. Rev.* 34 1963-1964 (1964): 35-59
- Langbein, John H. "The Contractarian Basis of the Law of Trusts." *105 YALE L.J.* 625 (1995): 632-33

- LEE Suet Fern, and Linda Esther FOO. "Real Estate Investment Trusts in Singapore, Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation." *22 SAclJ 36 2010, 36-65 (2010): 36-37.*
- Lusina Ho, and Rebecca Lee. *Trust Law in Asian Civil Law Jurisdictions.* Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, New York, , 2013.
- Morris James LLP. "An Overview of the Delaware Statutory Trust Act in Structured Finance Transactions."
- Mourant Ozannes. "A Guide to Jputs (Jersey Property Unit Trusts)." JUNE 2015.
- NAREIT. "Reitwatch, a Monthly Statistical Report on the Real Estate Investment Trust Industry." NAREIT.
- Nigel Stockwell, and Richard Edward. *Trusts and Equity.* 7th ed. United Kingdom Pearson Longman, 2005.
- Philip H. Newman. "Legal Considerations in Forming a Mutual Fund, in Investment Company Regulation and Compliance." *23, 25-26, 28-29 (ALI-ABA CLE 1999) (1999).*
- Phillip Pettit. *Equity and the Law of Trust.* 10th ed. Great Clarendon Street Oxford: Oxford University Press, 2006.
- Real Estate Investment Trust Data Portal. "J-Reit Data." Real Estate Investment Trust Data Portal
- Sapphire Capital Partners LLP. "Uk Real Estate Investment Trusts 101- What You Need to Know." Sapphire Capital Partners LLP, .
- SHELDON A. JONES, LAURA M. MORET, and JAMES M. STOREY. "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies." *13 Del. J. Corp. L. 421 1988 (1988): 421-58*
- Singapore Exchange. "Overview Business Trusts." Singapore Exchange.
- . "Real Estate Investment Trusts (Reits) Listed on Sgx." Singapore Exchange.
- Steven L. Schwarcz. "Commercial Trusts as Business Organizations : Unraveling the Mystery." *58 Bus. Law. 559 (2002-2003): 559-85*
- The British Property Federation. "Reits and Property Companies." The British Property Federation.

- The Financial Conduct Authority (FSA). "The Fsa Has Now Become Two Separate Regulatory Authorities." FSA website: FSA, 2014.
- Thomas E. Plank. "The Bankruptcy Trust as a Legal Person." *35 Wake Forest L. Rev.* 251 (2000): 251-93
- THULIN, FREDERICK. "Formal Creation of a Trust Inter Vivos." *11 Ill. L. R. 619 1916-1917* (1916-1917): 619-41.
- Trust Companies Association of Japan. "Main Legislation Pertaining to Trusts." Trust Companies Association of Japan,.
- U.S. Securities and Exchange Commission. "The Laws That Govern the Securities Industry." SEC website: U.S. Securities and Exchange Commission, 2013.
- William J. Daly. "A Comparative Analysis of the New Real Estate Investment Trust Legislation in Germany and the United Kingdom: Will Those Markets Experience the Same Success as the United States?". *17 Transnat'l L. & Contemp. Probs.* 839 2008 (2008): 840 – 67.
- Yuko Akiyama, E. Eng, and Prof.Dr.Joao da Rocha Lima Junior. "J-Reit (Japanese Real Estate Investment Trust) and Brazilian Real Estate Market."
- ก.ล.ต., ข่าว. "ข่าว ก.ล.ต. ฉบับที่ 64 / 2552." กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2552.
- กลุ่มงานห้องสมุด สำนักวิชาการ สำนักงานเลขาธิการสภาผู้แทนราษฎร. "สาระสังเขปบทความวารสาร." 9. กรุงเทพมหานคร: สำนักงานเลขาธิการสภาผู้แทนราษฎร, 2557.
- กิตติศักดิ์ ปรกติ. หลักกฎหมายบุคคล. พิมพ์ครั้งที่ 4 ed. กรุงเทพมหานคร: วิญญูชน, 2553.
- จารุพรรณ อินทรรุ่ง. "คอลัมน์ “ร่วมคิด — ชวนคุย”, ทำความรู้จัก Reit ผ่านตลาดสิงคโปร์". กรุงเทพมหานคร: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2553.
- พันไมล์ ธาราสุข. "กฎหมายทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน: ศึกษาธุรกรรมที่เป็นการส่งเสริมหรือเอื้ออำนวยต่อตลาดทุน." จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2553.
- ภุชงค์ ธีรนนทรพร. "ปัญหากฎหมายตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 : ศึกษากรณีการก่อตั้งทรัสต์โดยมีเจตนาหลบเลี่ยงการชำระหนี้." วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต สาขาวิชานิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2551.
- วรรณพร รอดรักษา. "ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการกำหนดบทบาทหน้าที่และการกำกับดูแลผู้จัดการ กองรีทของไทย." จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2555.

ศูนย์บริการวิชาการแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. "โครงการเตรียมการรองรับการเคลื่อนย้ายของ  
แรงงานสู่การเป็นประชาคมอาเซียน." กรุงเทพมหานคร: ศูนย์บริการวิชาการแห่งจุฬาลงกรณ์  
มหาวิทยาลัย.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. "ความรู้เกี่ยวกับทรัสต์."

กรุงเทพมหานคร: ฝ่ายพัฒนากฎเกณฑ์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด  
หลักทรัพย์, 2556.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. เอกสารรับฟังความคิดเห็น เรื่อง ร่าง  
ประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหน่วยริทของ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนใน  
อสังหาริมทรัพย์ (*Real Estate Investment Trust: Reit*), 29 กุมภาพันธ์ 2555 2555.

ห้องสมุดรัฐสภา. "รายงานการประชุมสภานิติบัญญัติแห่งชาติ ครั้งที่ 31 เป็นพิเศษ."

กรุงเทพมหานคร: ห้องสมุดรัฐสภา, 2550.







ภาคผนวก

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

## ตาราง 1

ข้อมูลบริษัทหรือหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปี	จำนวนบริษัท/หลักทรัพย์จดทะเบียน					รวม	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าหลักทรัพย์ ณ ราคา IPO (ล้านบาท)
	SET				mai			
	Stock	IFF	PFUND/REIT	รวม	Stock			
2558	17	2	2	21	8	29	114,869.62	216,687.35
2557	17	-	9	26	20	46	113,989.96	304,796.99
2556	13	3	7	23	15	38	191,599.84	346,505.65
2555	8	-	6	14	10	24	52,466.45	101,007.58
2554	5	-	6	11	7	18	18,462.99	40,211.65
2553	4	-	4	8	7	15	12,587.56	58,332.02
2552	7	-	5	12	11	23	11,587.32	35,683.30
2551	9	-	5	14	3	17	27,437.30	79,163.53
2550	7	-	4	11	6	17	17,252.10	110,781.73
2549	12	-	4	16	6	22	60,862.53	119,844.51
2548	36	-	6	42	14	56	48,284.34	132,620.93
2547	36	-	-	36	14	50	77,340.81	233,195.01
2546	21	-	2	23	6	29	25,115.50	105,613.36

แหล่งที่มา : <http://www.set.or.th/set/ipo.do#> [17 ตุลาคม 2558]

CHULALONGKORN UNIVERSITY

## ตาราง 2

## สรุปฐานะการเงินผลการดำเนินงานรายอุตสาหกรรมเปรียบเทียบ ปี 57 กับ ปี 56

กลุ่มอุตสาหกรรม	ทั้งหมด	ส่งมอบ		กำไรสุทธิ		ยอดขาย		% กำไรขั้นต้น		Sale Growth (%)
		กำไร	ขาดทุน	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	
<b>1. ธุรกิจการเงิน</b>										
ธนาคาร	11	11	0	199,860	206,917	811,548	846,795	63.12	65.42	4.34
ประกันภัยและประกันชีวิต	18	15	3	13,095	15,716	143,163	159,601	5.76	4.67	11.48
เงินทุนและหลักทรัพย์	31	29	2	13,208	12,871	117,686	105,234	31.22	36.37	(10.58)
Sum:	60	55	5	226,164	235,504	1,072,397	1,111,630	51.96	53.95	3.66
<b>2. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง</b>										
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	51	40	11	52,170	56,397	309,356	344,026	35.77	36.41	11.21
วัสดุก่อสร้าง	20	18	2	47,015	45,644	573,747	647,272	18.15	17.53	12.81
กองทุนอสังหาริมทรัพย์	55	47	1	12,275	19,007	13,958	21,456	83.44	83.66	53.72
บริการรับเหมาก่อสร้าง	18	14	4	14,612	9,465	180,955	198,726	11.50	10.58	9.82
Sum:	144	119	18	126,072	130,513	1,078,016	1,211,480	22.94	22.92	12.38
<b>3. เทคโนโลยี</b>										
เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	27	22	4	63,090	90,831	505,628	519,264	29.39	31.08	2.70
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	11	6	5	10,330	12,556	220,804	264,942	9.94	10.01	19.99
Sum:	38	28	9	73,420	103,388	726,432	784,206	23.47	23.96	7.95

กลุ่มอุตสาหกรรม	ทั้งหมด	ส่งมอบ		กำไรสุทธิ		ยอดขาย		% กำไรขั้นต้น		Sale Growth (%)
		กำไร	ขาดทุน	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	
<b>4. ทรัพย์สินถาวร</b>										
พลังงานและสาธารณูปโภค	32	26	5	199,161	95,660	4,650,829	4,622,482	11.14	10.56	(0.61)
เหมืองแร่	1	1	0	522	461	5,466	5,593	5.31	15.23	2.32
Sum:	33	27	5	199,683	96,121	4,656,295	4,628,075	11.14	10.56	(0.61)
<b>5. บริการ</b>										
พาณิชย์	20	19	1	36,019	35,436	726,846	842,005	20.11	19.73	15.84
ขนส่งและโลจิสติกส์	18	12	6	22,496	8,705	362,725	351,708	17.30	12.29	(3.04)
การแพทย์	15	14	1	13,330	15,197	98,995	109,198	34.35	34.24	10.31
สื่อและสิ่งพิมพ์	29	20	9	11,286	5,645	78,024	75,901	40.56	34.12	(2.72)
การท่องเที่ยวและส่วนทางการ	12	7	5	4,994	2,747	39,328	41,997	43.93	40.96	6.79
บริการเฉพาะกิจ	2	2	0	174	203	1,762	1,927	32.26	33.81	9.34
Sum:	96	74	22	88,300	67,933	1,307,681	1,422,735	22.36	20.42	8.80
<b>6. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</b>										
อาหารและเครื่องดื่ม	33	32	1	28,150	37,489	744,264	801,266	16.89	19.57	7.66
ธุรกิจการเกษตร	15	12	3	5,026	4,333	162,793	142,502	7.88	7.62	(12.46)
Sum:	48	44	4	33,176	41,822	907,058	943,768	15.28	17.77	4.05
<b>7. สินค้าอุตสาหกรรม</b>										
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	12	11	1	41,361	19,953	870,385	904,304	9.47	6.91	3.90
ยานยนต์	17	15	2	7,415	4,921	76,089	67,971	17.39	15.36	(10.67)
บรรจุภัณฑ์	14	8	6	812	1,211	37,047	41,239	12.09	11.26	11.31
วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	7	7	0	810	939	35,450	36,221	8.74	7.67	2.17

กลุ่มอุตสาหกรรม	ทั้งหมด	ส่งบ		กำไรสุทธิ		ยอดขาย		% กำไรขั้นต้น		Sale Growth (%)
		กำไร	ขาดทุน	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	ปี 56	ปี 57	
กระดาษและวัสดุการพิมพ์	1	1	0	216	199	2,021	2,012	15.64	15.71	(0.45)
เหล็ก	26	17	8	(12,113)	(5,824)	219,443	235,682	1.44	3.38	7.40
Sum:	77	59	17	38,502	21,399	1,240,435	1,287,429	8.60	6.88	3.79
<b>8. สินค้าอุปโภคบริโภค</b>										
ของใช้โมคครัวเรือนและสำนักงาน	13	10	2	1,803	2,449	33,444	33,409	24.26	25.36	(0.10)
แฟชั่น	23	14	9	2,872	1,391	73,196	72,457	17.39	17.42	(1.01)
ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	5	5	0	1,062	1,076	16,587	17,793	30.86	30.84	7.27
Sum:	41	29	11	5,736	4,915	123,227	123,659	21.07	21.50	0.35
<b>รวม 8 กลุ่มอุตสาหกรรม</b>	<b>537</b>	<b>435</b>	<b>91</b>	<b>791,053</b>	<b>701,594</b>	<b>11,111,541</b>	<b>11,512,983</b>	<b>18.51</b>	<b>18.48</b>	<b>3.61</b>

แหล่งที่มา : <http://www.setsmart.com/> , [14 สิงหาคม 2558]

## ตาราง 3

## กิจการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FCA และรายละเอียดการกำกับดูแล

Conduct of business and prudential	Conduct of business only	Under other legislation
Personal investment firms	Banks	Electronic money institutions <sup>1</sup>
Insurance intermediaries	Building societies	Payment institutions <sup>2</sup>
Mortgage intermediaries	Investment banks	
Investment managers	Credit unions	
Non-deposit taking lenders	Friendly societies	
Corporate finance	Life insurers	
Wholesale firms	General insurers	
Custodians	Wholesale insurers, commercial insurers & reinsurers	
Professional firms	Lloyd's & Lloyd's Agents	
Markets (exchanges & infrastructure providers)		
Collective investment schemes		
Other (including travel insurance only and media firms)		
Other brokers		
Managing agents		
Investment firms		

ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน  
ที่ ทจ. 49/2555  
เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์  
เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์  
(ฉบับประมวล)

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 16/6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 มาตรา 35 มาตรา 67 และมาตรา 69 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 อันเป็นพระราชบัญญัติที่มีบทบัญญัติบางประการเกี่ยวกับการจำกัดสิทธิและเสรีภาพของบุคคล ซึ่งมาตรา 29 ประกอบกับมาตรา 33 มาตรา 34 มาตรา 41 มาตรา 43 มาตรา 44 และมาตรา 64 ของรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย บัญญัติให้กระทำได้โดยอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติแห่งกฎหมาย คณะกรรมการกำกับตลาดทุนออกข้อกำหนดไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ 1 ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2556 เป็นต้นไป

ข้อ 2 ในประกาศนี้

“กองทรัสต์” หมายความว่า ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

“หน่วยทรัสต์” หมายความว่า ใบทรัสต์ที่แสดงสิทธิของผู้ถือในฐานะผู้รับประโยชน์ในกองทรัสต์

“กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์”<sup>1</sup> หมายความว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ”

“ทุนชำระแล้ว” หมายความว่า มูลค่ารวมของหน่วยทรัสต์ที่ชำระเต็มจำนวนแล้ว

“ผู้จัดการกองทรัสต์” หมายความว่า บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทรัสต์ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์

“แบบแสดงรายการข้อมูล” หมายความว่า แบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหน่วยทรัสต์

<sup>1</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 51 /2556 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556

“ที่ปรึกษาทางการเงิน” หมายความว่า ที่ปรึกษาทางการเงินที่อยู่ในบัญชีรายชื่อที่สำนักงานให้ความเห็นชอบ

“บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน” หมายความว่า บุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน

“ตลาดหลักทรัพย์” หมายความว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

“ผู้บริหาร”<sup>3</sup> หมายความว่า ผู้บริหารตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์

“การส่งเสริมการขาย”<sup>2</sup> หมายความว่า การให้ของสมนาคุณ สิทธิ หรือประโยชน์อื่นใดแก่ผู้ลงทุน เพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนในหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์

“ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์” หมายความว่า บริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่สามารถจัดจำหน่ายหน่วยทรัสต์ได้

“กลุ่มบุคคลเดียวกัน” หมายความว่า บุคคลที่มีความสัมพันธ์ในลักษณะใดลักษณะหนึ่งหรือหลายลักษณะดังต่อไปนี้

- (1) คู่สมรสและบุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ
- (2) นิติบุคคล และผู้ถือหุ้นหรือผู้เป็นหุ้นส่วนของนิติบุคคลนั้นซึ่งถือหุ้นหรือเป็นหุ้นส่วนในนิติบุคคลดังกล่าวไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละห้าสิบของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดหรือความเป็นหุ้นส่วนทั้งหมด
- (3) กองทุนส่วนบุคคลของบุคคลตาม (1) หรือ (2) แต่ทั้งนี้ มิให้รวมถึงกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

ข้อ 3 การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) การขออนุญาต การอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ และเงื่อนไขที่ต้องปฏิบัติภายหลังได้รับอนุญาต ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในภาค 1

(2) การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในภาค 2

<sup>2</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

<sup>3</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558



(3)<sup>1</sup> การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ในการแปลงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็น กองทรัสต์ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในภาค 3

ข้อ 4 เว้นแต่ข้อความจะแสดงให้เห็นเป็นอย่างอื่น ในการพิจารณาข้อกำหนดในประกาศนี้

(1) การลงทุน การได้มาหรือจำหน่ายไป และการจัดหาผลประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ ของกองทรัสต์ ให้หมายความรวมถึงการดำเนินการดังกล่าวสำหรับสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์ด้วย

(2)<sup>2</sup> การให้เช่า และค่าเช่า ให้หมายความรวมถึงการให้ใช้พื้นที่ที่มีการเรียก ค่าตอบแทน การให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการให้เช่าหรือให้ใช้พื้นที่ แล้วแต่กรณี และค่าตอบแทนที่ได้รับจากการ ดำเนินการดังกล่าว

## ภาค 1

### การขออนุญาตและการอนุญาต

#### ให้เสนอขายหน่วยทรัสต์

### หมวด 1

#### การยื่นคำขออนุญาต

ข้อ 5 ผู้ยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ต้องเป็นบุคคลดังต่อไปนี้

(1) ผู้ก่อตั้งกองทรัสต์ ซึ่งจะเข้าเป็นผู้จัดการกองทรัสต์เมื่อมีการก่อตั้งกองทรัสต์แล้ว ในกรณีที่เป็น การขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรก และยังมีได้ก่อตั้งกองทรัสต์

(2) ผู้จัดการกองทรัสต์ ซึ่งสัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดให้เป็นผู้มีอำนาจหน้าที่ในการยื่นคำขอ อนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ ในกรณีที่เป็นกองทรัสต์ที่จัดตั้งแล้ว

ผู้จัดการกองทรัสต์ตามวรรคหนึ่งต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานให้เป็นผู้ จัดการกองทรัสต์ และให้หมายความรวมถึงผู้ที่อยู่ระหว่างการยื่นคำขอความเห็นชอบเป็นผู้จัดการ กองทรัสต์ด้วย

<sup>1</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พจ. 51/2556 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการ ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556

ข้อ 6 ให้บุคคลที่ประสงค์จะขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ยื่นคำขอต่อสำนักงานตามวิธีการที่สำนักงานประกาศกำหนด โดยอย่างน้อยต้องมีเอกสารหลักฐานดังต่อไปนี้

(1) ร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรกและยังมิได้ก่อตั้งกองทรัสต์ หรือสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในส่วนที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมในกรณีที่มีการจัดตั้งกองทรัสต์แล้ว

(2) ร่างสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรกและยังมิได้ก่อตั้งกองทรัสต์ หรือสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์ในส่วนที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมในกรณีที่มีการจัดตั้งกองทรัสต์แล้ว (ถ้ามี)

(3) แบบแสดงรายการข้อมูล หรือเอกสารที่แสดงสาระสำคัญตามแบบแสดงรายการข้อมูล

(4) รายงานการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์จะลงทุน ซึ่งจัดทำขึ้นตามหลักเกณฑ์ในประกาศนี้

(5) หนังสือรับรองจากทรัสต์หรือผู้ที่จะเข้าเป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ที่แสดงสาระสำคัญดังต่อไปนี้

(ก) กรณีที่ยังมิได้จัดตั้งกองทรัสต์ ต้องมีข้อความที่แสดงว่าบุคคลดังกล่าวยอมรับที่จะเข้าปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์ โดยได้ศึกษาเอกสารหลักฐานต่างๆ ที่ผู้ขออนุญาตยื่นต่อสำนักงานแล้ว และรับรองว่าร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์เป็นไปตามประกาศนี้และประกาศที่ออกตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 และตนมีความพร้อมที่จะปฏิบัติหน้าที่เป็นทรัสต์ของกองทรัสต์นั้น

(ข) กรณีที่กองทรัสต์จัดตั้งขึ้นแล้ว ต้องมีข้อความที่แสดงว่าบุคคลดังกล่าวรับรองว่ากระบวนการเพิ่มทุนของกองทรัสต์เป็นไปโดยชอบตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ตลอดจนเป็นไปตามประกาศนี้และประกาศที่ออกตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 โดยได้ศึกษาเอกสารหลักฐานต่างๆ ที่ผู้ขออนุญาตยื่นต่อสำนักงานแล้ว

(6) เอกสารหลักฐานอื่นตามที่สำนักงานประกาศกำหนด

4 ให้ผู้ยื่นคำขออนุญาตชำระค่าธรรมเนียมคำขออนุญาตเมื่อสำนักงานได้รับคำขออนุญาต พร้อมทั้งเอกสารหลักฐานประกอบคำขออนุญาตที่ถูกต้องครบถ้วนตามคู่มือสำหรับประชาชนแล้ว ทั้งนี้ อัตราค่าธรรมเนียมให้เป็นไปตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และการขออนุมัติโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

ข้อ 7 ในกรณีที่เป็นกรณขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ของกองทรัสต์ที่มีการประกันรายได้ นอกจากเอกสารหลักฐานตามข้อ 6 แล้ว ให้บุคคลที่ประสงค์จะขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ยื่นเอกสารดังต่อไปนี้ด้วย

- (1) สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาประกันรายได้
- (2) ข้อมูลเกี่ยวกับผู้รับประกันรายได้ที่เป็นนิติบุคคล ซึ่งระบุการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของผู้รับประกันรายได้ครั้งล่าสุดซึ่งต้องไม่เกินหนึ่งปีก่อนวันยื่นคำขอ และเป็นการจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่สำนักงานให้ความเห็นชอบ
- (3) เอกสารแสดงความเห็นของผู้ขออนุญาตเกี่ยวกับความสามารถของผู้รับประกันรายได้ตาม (2) ในการปฏิบัติตามสัญญาประกันรายได้ ทั้งนี้ ในกรณีที่ผู้รับประกันรายได้เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับผู้ขออนุญาต ต้องมีเอกสารแสดงความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวด้วย
- (4) รายงานการสอบบัญชีของผู้รับประกันรายได้ตาม (2) สำหรับสามรอบปีบัญชีย้อนหลังก่อนยื่นคำขอ โดยอย่างน้อยรอบปีบัญชีล่าสุดต้องจัดทำโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

ความในวรรคหนึ่ง (4) มิให้นำมาใช้บังคับในกรณีที่ผู้รับประกันรายได้จัดให้มีหนังสือค้ำประกันของธนาคารพาณิชย์ หรือหลักประกันอื่นที่เทียบเท่า ซึ่งครอบคลุมตามจำนวนและระยะเวลาที่ผู้รับประกันรายได้รับประกันไว้

ข้อ 8<sup>4</sup> เมื่อสำนักงานได้รับคำขออนุญาตพร้อมเอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วนตามคู่มือสำหรับประชาชนแล้ว ให้สำนักงานดำเนินการสอบทานข้อเท็จจริงตามขั้นตอนและวิธีการที่ระบุในคู่มือสำหรับประชาชนและแจ้งประเด็นข้อสังเกตที่ได้จากการสอบทานข้อเท็จจริงเพื่อให้ผู้ขออนุญาตชี้แจงข้อสังเกตนั้นภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในหนังสือแจ้งข้อสังเกต โดยต้องดำเนินการดังกล่าวให้แล้วเสร็จภายในหนึ่งร้อยยี่สิบวันนับแต่วันที่สำนักงานได้รับเอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วนตามคู่มือสำหรับประชาชน

ให้สำนักงานแจ้งผลการพิจารณาคำขออนุญาตภายในสี่สิบห้าวันนับแต่วันที่สำนักงานได้รับคำชี้แจงต่อข้อสังเกตจากการสอบทานข้อเท็จจริงจากผู้ขออนุญาต

<sup>4</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พ.จ. 40/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 5) ลงวันที่ 10 ก.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 20 ก.ค. 2558

ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตประสงค์จะขอผ่อนผันหลักเกณฑ์ตามประกาศนี้ ให้ผู้ขออนุญาตยื่นคำขอผ่อนผัน พร้อมทั้งเอกสารหลักฐานประกอบคำขอผ่อนผันต่อสำนักงานก่อนที่สำนักงานจะเริ่มการพิจารณาตามวรรคสอง ทั้งนี้ ตามขั้นตอนและวิธีการที่ระบุในคู่มือสำหรับประชาชน โดยสำนักงานจะพิจารณาคำขอผ่อนผันให้แล้วเสร็จภายในระยะเวลาเดียวกันกับการพิจารณาอนุญาตตามวรรคสอง

ข้อ 9<sup>2/1</sup> คำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ร่วมจัดทำและรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลในคำขออนุญาต เว้นแต่ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตมีลักษณะที่ครบถ้วนดังต่อไปนี้ จะไม่จัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ร่วมจัดทำคำขออนุญาตก็ได้

(1) เป็นผู้ที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมและเริ่มประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทดังกล่าวแล้ว

(2) มิได้เป็นหรือมีความเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้เสียกับผู้ที่จะจำหน่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิในอสังหาริมทรัพย์แก่กองทรัสต์ในลักษณะที่อาจเป็นเหตุให้ผู้ขออนุญาตไม่สามารถทำหน้าที่อย่างเป็นอิสระในการตรวจสอบและสอบทาน (การทำ due diligence) อสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์จะลงทุนตลอดจนการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหน่วยทรัสต์

ที่ปรึกษาทางการเงินที่ร่วมจัดทำคำขออนุญาตตามวรรคหนึ่ง ต้องมิได้เป็นหรือมีความเกี่ยวข้องหรือมีส่วนได้เสียกับผู้ที่จะจำหน่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิในอสังหาริมทรัพย์แก่กองทรัสต์ในลักษณะที่จะทำให้ขาดความเป็นอิสระในการทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินตามที่กำหนดในประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการให้ความเห็นชอบที่ปรึกษาทางการเงินและขอบเขตการดำเนินงาน

ข้อ 9/1<sup>2/2</sup> คำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ตามข้อ 9 และเอกสารหลักฐานประกอบคำขออนุญาต ต้องมีบุคคลดังต่อไปนี้ลงนามรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลด้วย

(1) กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันผู้ขออนุญาต

(2) กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันที่ปรึกษาทางการเงิน ในกรณีที่ต้องจัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินร่วมจัดทำคำขออนุญาต

<sup>4</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 40/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 5) ลงวันที่ 10 ก.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 20 ก.ค. 2558

<sup>2/1</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พท. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

## หมวด 2

### หลักเกณฑ์การอนุญาต

ข้อ 10 การขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์จะได้รับอนุญาตจากสำนักงานเมื่อเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

#### (1) ลักษณะทั่วไปของกองทรัสต์

(ก) สัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือร่างสัญญาก่อตั้งทรัสต์ แล้วแต่กรณี เป็นไปตามพระราชบัญญัติ ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งประกาศ กฏ และคำสั่งที่ออกตามกฎหมายดังกล่าว และหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศนี้

(ข) มีชื่อหรือคำแสดงชื่อที่แสดงลักษณะสำคัญของกองทรัสต์นั้น ๆ และไม่มีลักษณะที่อาจก่อให้เกิดความเข้าใจผิดในนโยบายการลงทุนของกองทรัสต์ โดยในกรณีที่มีนโยบายลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ ต้องสะท้อนถึงการลงทุนในลักษณะดังกล่าวด้วย

(ค) แสดงได้ว่ากองทรัสต์จะมีทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอขายหน่วยทรัสต์ไม่น้อยกว่าห้าร้อยล้านบาท เพื่อรองรับการลงทุนในทรัพย์สินให้เป็นที่ไปตามที่กำหนดในข้อ 12 หรือข้อ 13

(ง) มีวัตถุประสงค์ในการนำหน่วยทรัสต์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(จ) ในกรณีที่มีการแบ่งชนิดของหน่วยทรัสต์ ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 11

(ฉ) กำหนดให้การชำระค่าหน่วยทรัสต์ต้องชำระด้วยเงินสดหรือเทียบเท่าเท่านั้น

#### (2)<sup>5</sup> ทรัพย์สินหลักที่จะลงทุน

(ก) ต้องเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 12 โดยอาจเป็นการลงทุนโดยตรงหรือเป็นการลงทุนโดยทางอ้อมตามข้อ 13 ก็ได้

(ข) ต้องระบุได้อย่างแน่นอนในขณะที่ยื่นคำขอ และแสดงได้ว่าพร้อมจะได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักดังกล่าวภายในหกสิบวันนับแต่วันที่จัดตั้งกองทรัสต์แล้วเสร็จในกรณีที่เป็นการเสนอขายครั้งแรกและยังไม่ได้จัดตั้งกองทรัสต์ หรือนับแต่วันที่ปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยทรัสต์ภายหลังจัดตั้งกองทรัสต์

<sup>2/2</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(ค) ต้องไม่เป็นของบุคคลที่มีลักษณะตามข้อ 13/1 เว้นแต่ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตสามารถแสดงให้เห็นได้ว่า บุคคลดังกล่าวได้แก้ไขเปลี่ยนแปลงเหตุ ระบบงานระบบการบริหารจัดการ และการควบคุมการดำเนินงานที่ทำให้บุคคลดังกล่าวมีลักษณะตามข้อ 13/1 วรรคหนึ่ง (1) และ (2) แล้ว มิให้นำความในข้อ 13/1 วรรคหนึ่ง (1) และ (2) แล้วแต่กรณี มาใช้บังคับกับบุคคลนั้นอีก

(3) การจัดหาผลประโยชน์จากทรัพย์สินหลัก ต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) มีข้อกำหนดให้กองทรัสต์จัดหาผลประโยชน์โดยการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์เท่านั้น และมีข้อกำหนดมิให้ดำเนินการในลักษณะใดที่เป็นการใช้กองทรัสต์เพื่อประกอบธุรกิจอื่น เช่น ธุรกิจโรงแรม หรือธุรกิจโรงพยาบาล เป็นต้น

(ข) ในกรณีที่กองทรัสต์จะให้เช่าอสังหาริมทรัพย์แก่บุคคลที่จะนำอสังหาริมทรัพย์นั้นไปประกอบธุรกิจที่กองทรัสต์ไม่สามารถดำเนินการได้เอง เช่น ธุรกิจโรงแรม หรือธุรกิจโรงพยาบาล เป็นต้น ต้องมีข้อตกลงที่ให้กำหนดค่าเช่าส่วนใหญ่เป็นจำนวนที่แน่นอนไว้ล่วงหน้า และหากจะมีส่วนที่อ้างอิงกับผลประกอบการของผู้เช่า จำนวนเงินค่าเช่าสูงสุดที่อ้างอิงกับผลประกอบการนั้นจะไม่เกินกว่าร้อยละห้าสิบของจำนวนเงินค่าเช่าที่กำหนดไว้แน่นอนล่วงหน้า

(ค) มีข้อกำหนดให้กองทรัสต์ให้เช่าอสังหาริมทรัพย์แก่บุคคลที่มีเหตุอันควรสงสัยว่าจะนำอสังหาริมทรัพย์นั้นไปใช้ประกอบธุรกิจที่ขัดต่อศีลธรรมหรือไม่ชอบด้วยกฎหมาย โดยการให้เช่าในแต่ละครั้ง จะจัดให้มีข้อตกลงเพื่อให้กองทรัสต์สามารถเลิกสัญญาเช่าได้หากปรากฏว่าผู้เช่านำอสังหาริมทรัพย์ไปใช้ในการประกอบธุรกิจดังกล่าว

(4) การกู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันของกองทรัสต์ หากประสงค์จะให้กองทรัสต์กู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันได้ ต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) มีข้อกำหนดให้กองทรัสต์กู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันได้อย่างชัดเจนในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(ข) จำกัดสัดส่วนการกู้ยืมเงินไม่ว่ากระทำโดยวิธีการใด ซึ่งไม่เกินไปกว่าอัตราตามข้อ 14

(ค) จำกัดการก่อภาระผูกพันไว้ไม่เกินไปกว่ากรณีที่กำหนดตามข้อ 15 เท่านั้น

(5)<sup>2</sup> การบริหารจัดการกองทรัสต์

(ก) ไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่ากลไกการบริหารจัดการกองทรัสต์จะไม่สามารถรักษาสิทธิของผู้ถือหน่วยทรัสต์หรือไม่สามารถปฏิบัติต่อผู้ถือหน่วยทรัสต์อย่างเป็นธรรม

(ข) ไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่าผู้ขออนุญาตขาดระบบที่เพียงพอที่จะทำให้สามารถบริหารจัดการกองทรัสต์ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ได้อย่างน่าเชื่อถือ

<sup>5</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 53/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 6) ลงวันที่ 13 ก.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ส.ค. 2558

(ค) แสดงได้ว่าผู้ขออนุญาตได้ตรวจสอบและสอบทาน (การทำ due diligence) อสังหาริมทรัพย์ที่จะลงทุนตามหลักเกณฑ์ในข้อ 16 และเปิดเผยข้อมูลและความเสี่ยงไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลอย่างครบถ้วนและเพียงพอ

(ง) แสดงได้ว่าการจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการกองทรัสต์ ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 17

(จ) แสดงได้ว่าทรัสต์มีความพร้อมในการปฏิบัติหน้าที่และไม่ใช่มูลบุคคลที่ขาดความเป็นอิสระตามที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้ง ทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

#### (6) การเปิดเผยข้อมูล

(ก) ไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่าข้อมูลที่เปิดเผยต่อผู้ลงทุนไม่ครบถ้วนหรือไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน หรือมีข้อความที่อาจทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด

(ข) ไม่มีเหตุที่ทำให้สงสัยว่าผู้จัดการกองทรัสต์และทรัสต์ขาดระบบที่เพียงพอที่จะทำให้สามารถจัดทำและเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และตามประกาศที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ ได้อย่างต่อเนื่องและน่าเชื่อถือ

#### (7) ข้อกำหนดอื่น ๆ

(ก) ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตอยู่ระหว่างการยื่นคำขอความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทรัสต์ บุคคลดังกล่าวจะได้รับอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ตามหลักเกณฑ์ในประกาศนี้เมื่อผู้ขออนุญาตได้รับความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทรัสต์แล้ว

(ข) ในกรณีเป็นการขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นแล้ว ต้องผ่านกระบวนการออกหน่วยทรัสต์เพิ่มเติมมาแล้วโดยชอบ เช่น การได้รับมติของผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ เป็นต้น ทั้งนี้ ตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(ค) ในกรณีที่กองทรัสต์มีการประกันรายได้ ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 18

(ง) <sup>6</sup> ในกรณีที่ผู้ขออนุญาตประสงค์จะระดมทุนครั้งแรกจากการเสนอขายหน่วยทรัสต์ และการกู้ยืมผ่านการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในเวลาเดียวกัน (concurrent offering) ต้องแสดงได้ว่าผู้ที่จะจำหน่าย จ่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิในอสังหาริมทรัพย์แก่กองทรัสต์ ยอมผูกพันที่จะซื้อหน่วยทรัสต์เป็นมูลค่าไม่น้อยกว่าที่กำหนดไว้ในข้อ 24/1(2)

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

ข้อ 11 ในกรณีที่มีการแบ่งหน่วยทรัสต์ออกเป็นหลายชนิด ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

- (1) หน่วยทรัสต์ชนิดเดียวกันต้องมีสิทธิและผลประโยชน์ตอบแทนที่เท่าเทียมกัน
- (2) หน่วยทรัสต์แต่ละชนิดจะมีสิทธิและผลประโยชน์ตอบแทนที่แตกต่างกันได้เฉพาะในเรื่องดังต่อไปนี้
  - (ก) การกำหนดประโยชน์ตอบแทนหรือการคืนเงินทุนให้แก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์
  - (ข) ค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากผู้ถือหน่วยทรัสต์
  - (ค) กรณีอื่นใดที่ผู้ขออนุญาตแสดงได้ว่าเป็นการแบ่งชนิดหน่วยทรัสต์ที่สามารถปฏิบัติได้จริงและได้คำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหน่วยทรัสต์โดยรวม ตลอดจนผลกระทบที่ผู้ถือหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดจะได้รับแล้ว

ข้อ 12 การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ของกองทรัสต์ ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) เป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครอง ทั้งนี้ ในกรณีที่เป็นการได้มาซึ่งสิทธิครอบครองต้องเป็นกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

- (ก) เป็นการได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ที่มีการออก น.ส. 3 ก.
- (ข) เป็นการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าในอสังหาริมทรัพย์ที่มีการออกตราสารแสดงกรรมสิทธิ์หรือสิทธิครอบครองประเภท น.ส. 3 ก.

(2) อสังหาริมทรัพย์ที่ได้มาต้องไม่อยู่ในบังคับแห่งทรัพย์สินหรือมีข้อพิพาทใด ๆ เว้นแต่ผู้จัดการกองทรัสต์และทรัสต์ได้พิจารณาโดยมีความเห็นเป็นลายลักษณ์อักษรว่า การอยู่ภายใต้บังคับแห่งทรัพย์สินหรือการมีข้อพิพาทนั้นไม่กระทบต่อการหาประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ และเงื่อนไขการได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์นั้นยังเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์โดยรวม

(3) การทำสัญญาเพื่อให้ได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ต้องไม่มีข้อตกลงหรือข้อผูกพันใด ๆ ที่อาจมีผลให้กองทรัสต์ไม่สามารถจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ในราคายุติธรรม (ในขณะที่มีการจำหน่าย) เช่น ข้อตกลงที่ให้สิทธิแก่คู่สัญญาในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ของกองทรัสต์ได้ก่อนบุคคลอื่น โดยมีการกำหนดราคาไว้แน่นอนล่วงหน้า เป็นต้น หรืออาจมีผลให้กองทรัสต์มีหน้าที่มากกว่าหน้าที่ปกติที่ผู้เช่าพึงมีเมื่อสัญญาเช่าสิ้นสุดลง

<sup>6</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พ.จ. 85/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 7) ลงวันที่ 2 ธ.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2559



(4) อสังหาริมทรัพย์ที่ได้มาต้องพร้อมจะนำไปจัดหาประโยชน์คิดเป็นมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของมูลค่าหน่วยทรัสต์ที่ขออนุญาตเสนอขายรวมทั้งจำนวนเงินกู้ยืม (ถ้ามี) ทั้งนี้ กองทรัสต์อาจลงทุนในโครงการที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จได้ โดยมูลค่าของเงินลงทุนที่จะทำให้ได้มา และใช้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้แล้วเสร็จเพื่อนำไปจัดหาประโยชน์ ต้องไม่เกินร้อยละสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ (ภายหลังการเสนอขายหน่วยทรัสต์) และต้องแสดงได้ว่าจะมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอเพื่อการพัฒนาดังกล่าว โดยไม่กระทบกับความอยู่รอดของกองทรัสต์ด้วย

(5) ผ่านการประเมินมูลค่าตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(ก) เป็นการประเมินมูลค่าอย่างเต็มรูปแบบที่มีการตรวจสอบเอกสารสิทธิและเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะในการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน เป็นเวลาไม่เกินหกเดือนก่อนวันยื่นคำขอ โดยผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินอย่างน้อยสองราย

(ข) ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินตาม (ก) ต้องเป็นผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

(6) อสังหาริมทรัพย์ที่ได้มาต้องมีมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่าห้าร้อยล้านบาท ทั้งนี้ ในกรณีที่มีจำนวนเงินที่จะได้จากการระดมทุนผ่านการเสนอขายหน่วยทรัสต์น้อยกว่ามูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่ประสงค์จะลงทุน ผู้ขออนุญาตต้องแสดงได้ว่ามีแหล่งเงินทุนอื่นเพียงพอที่จะทำให้ได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว

ข้อ 13 การลงทุนในทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์โดยทางอ้อม ต้องเป็นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามข้อ 12 ผ่านการถือหุ้นในบริษัทที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อดำเนินการในลักษณะเดียวกันกับกองทรัสต์ตามประกาศนี้ โดยการลงทุนดังกล่าวต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้ด้วย

(1) กองทรัสต์ต้องถือหุ้นในบริษัทดังกล่าวไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบเก้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด และไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบเก้าของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้น

(2) แสดงได้ว่ามีมาตรการหรือกลไกที่จะทำให้ทรัสต์และผู้จัดการกองทรัสต์สามารถดูแลและควบคุมให้บริษัทดังกล่าวมีการประกอบกิจการเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และหลักเกณฑ์ในประกาศนี้และประกาศอื่นที่เกี่ยวข้อง ในทำนองเดียวกับกรณีที่กองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินหลักนั้นโดยตรง

เพื่อประโยชน์ในการปฏิบัติตามวรรคหนึ่ง ให้สำนักงานมีอำนาจประกาศกำหนดมาตรการหรือกลไกขั้นต่ำที่ต้องจัดให้มีตามวรรคหนึ่ง (2)

ข้อ 13/1<sup>5</sup> กองทรัสต์ต้องไม่เข้าทำสัญญาการลงทุนในทรัพย์สินหลักกับบุคคลที่มีลักษณะดังต่อไปนี้ หากบุคคลนั้นเองหรือบุคคลอื่นที่บุคคลดังกล่าวควบคุมได้ จะมีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทรัสต์ เว้นแต่บุคคลดังกล่าวเป็นบริษัทที่มีหุ้นเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้พิจารณาการมีลักษณะตามที่กำหนดใน (1) (ก) เท่านั้น

(1) ภายในระยะเวลาห้าปีก่อนวันยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ บุคคลดังกล่าวต้องไม่มีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) เคยมีประวัติฝ่าฝืนหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ในเรื่องที่มีนัยสำคัญ

(ข) เคยถูกสำนักงานปฏิเสธคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่เนื่องจากมีเหตุที่มีนัยสำคัญอันควรสงสัยเกี่ยวกับกลไกการบริหารจัดการในลักษณะดังต่อไปนี้

1. อาจไม่สามารถปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นได้อย่างเป็นธรรมโดยอาจมีการเอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งซึ่งจะทำให้ได้เปรียบผู้ถือหุ้นรายอื่นหรือได้ประโยชน์มากกว่าผู้ถือหุ้นรายอื่นโดยไม่สมควร

2. อาจไม่สามารถรักษาสีทธิของผู้ถือหุ้นได้โดยทำให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งได้รับประโยชน์ทางการเงินนอกเหนือจากที่พึงได้ตามปกติ หรือโดยทำให้บริษัทเสียประโยชน์ที่พึงได้รับ

(ค) เคยถูกสำนักงานปฏิเสธคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่เนื่องจากมีเหตุที่ทำให้สงสัยเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนที่ไม่ครบถ้วน ไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน หรือทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิด ซึ่งมีลักษณะเป็นการปกปิดหรืออำพราง หรือสร้างข้อมูลที่อาจไม่มีอยู่จริงในรายการหรือการดำเนินการที่มีนัยสำคัญ

(ง) เคยถอนคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่โดยไม่มีการชี้แจงเหตุสงสัยตาม (ข) หรือ (ค) ต่อสำนักงาน หรือโดยมีการชี้แจงแต่ไม่ได้แสดงข้อเท็จจริงหรือเหตุผลอย่างสมเหตุสมผลที่จะหักล้างข้อสงสัยในเหตุตาม (ข) หรือ (ค) นั้น

(2) ภายในระยะเวลาสิบปีก่อนวันยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ บุคคลดังกล่าวเคยต้องคำพิพากษาถึงที่สุดให้ลงโทษในความผิดเกี่ยวกับทรัพย์สินเฉพาะในมูลเหตุเนื่องจากการดำเนินการที่มีลักษณะหลอกลวง ฉ้อโกง หรือทุจริต อันเป็นเหตุที่ทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง ทั้งนี้ ไม่ว่าจะตามกฎหมายไทยหรือกฎหมายต่างประเทศ

<sup>5</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 53/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 6) ลงวันที่ 13 ก.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ส.ค. 2558

(3) อยู่ระหว่างถูกกล่าวโทษหรือถูกดำเนินคดีในความผิดเกี่ยวกับทรัพย์สินโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เฉพาะในมูลเหตุเนื่องจากการดำเนินงานที่มีลักษณะหลอกลวง ฉ้อโกง หรือทุจริต อันเป็นเหตุที่ทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้าง ทั้งนี้ ไม่ว่าจะตามกฎหมายไทยหรือกฎหมายต่างประเทศ

(4) เป็นบุคคลที่มีเหตุอันควรสงสัยว่าเป็นการจัดรูปแบบเพื่อให้บุคคลที่มีลักษณะตาม (1) (2) หรือ (3) หลีกเลียงมิให้สำนักงานใช้หลักเกณฑ์การพิจารณาตาม (1) (2) หรือ (3) กับบุคคลที่มีลักษณะดังกล่าวนั้น

ข้อ 14 การกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดให้มูลค่าการกู้ยืมไม่เกินอัตราส่วนอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ เว้นแต่การเกินอัตราส่วนดังกล่าวมิได้เกิดจากการกู้ยืมเงินเพิ่มเติม

(1) ร้อยละสามสิบห้าของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์

(2) ร้อยละหกสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ ในกรณีที่กองทรัสต์มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับที่สามารถลงทุนได้ (investment grade) ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือที่ครั้งล่าสุดที่ได้รับการจัดอันดับโดยสถาบันการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานไม่เกินหนึ่งปีก่อนวันกู้ยืมเงิน

การกู้ยืมเงินตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึงการออกตราสารหรือเข้าทำสัญญาไม่ว่าในรูปแบบใดที่มีความมุ่งหมายหรือเนื้อหาสาระที่แท้จริง (substance) เข้าลักษณะเป็นการกู้ยืมเงิน

ข้อ 15 การก่อภาระผูกพันของกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดให้กระทำได้เฉพาะกรณีที่จำเป็นและเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการทรัพย์สินของกองทรัสต์ดังต่อไปนี้

(1) การก่อภาระผูกพันซึ่งเกี่ยวเนื่องกับการทำข้อตกลงหลักที่กองทรัสต์สามารถกระทำได้ตามข้อกำหนดในประกาศนี้ เช่น การนำทรัพย์สินของกองทรัสต์ไปเป็นหลักประกันการชำระเงินกู้ยืมตามข้อ 10(4) เป็นต้น

(2) การก่อภาระผูกพันที่เป็นเรื่องปกติในทางพาณิชย์หรือเป็นเรื่องปกติในการทำธุรกรรมประเภทนั้น

ข้อ 16 ในการตรวจสอบและสอบทาน (การทำ due diligence) อสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์จะลงทุน ผู้ขออนุญาตต้องดำเนินการเยี่ยงผู้ประกอบการวิชาชีพ โดยอย่างน้อยต้องมีการตรวจสอบและสอบทานในเรื่องดังต่อไปนี้

(1) สภาพของอสังหาริมทรัพย์ เช่น สภาพที่ตั้ง ทางเข้าออก โอกาสในการจัดหารายได้ และภาระผูกพันต่าง ๆ ของอสังหาริมทรัพย์นั้น เป็นต้น

(2) ความสามารถของคู่สัญญาในการเข้าทำนิติกรรม ตลอดจนความครบถ้วน ถูกต้อง และบังคับได้ตามกฎหมายของเอกสารสิทธิหรือเอกสารสัญญาที่เกี่ยวข้อง

(3) ความเหมาะสมอื่น ๆ ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้น

(4) ในกรณีที่อสังหาริมทรัพย์ที่จะลงทุนอยู่ในต่างประเทศ ต้องตรวจสอบและสอบถาม ความสามารถของกองทรัสต์ในการได้มาและถือครองอสังหาริมทรัพย์ตามกฎหมายของประเทศ ดังกล่าว โดยต้องจัดให้มีการเห็นของที่ปรึกษาทางกฎหมายที่เชี่ยวชาญในกฎหมายของประเทศนั้น ประกอบการตรวจสอบและสอบถามด้วย

ข้อ 17<sup>2</sup> การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการกองทรัสต์ต้อง เป็นไปตามหลักเกณฑ์อย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ผู้ขออนุญาตแสดงได้ว่ามีมาตรการหรือกลไกที่สามารถรองรับให้การจัดการกองทรัสต์ ดำเนินไปในลักษณะที่เป็นธรรม ไม่เป็นการเอาเปรียบกองทรัสต์ และเป็นไปตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับ เรื่องดังกล่าวที่กำหนดในประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วย หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานการปฏิบัติงาน และประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็น ผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(2) ในกรณีที่ผู้จัดการกองทรัสต์มีการจัดการกองทรัสต์อื่นอยู่ด้วย ทรัพย์สินหลักของ กองทรัสต์ที่ขออนุญาตเสนอขายหน่วยทรัสต์ ต้องไม่เป็นประเภทเดียวกับทรัพย์สินหลักของ กองทรัสต์อื่นนั้น เว้นแต่กองทรัสต์อื่นนั้นเป็นกองทรัสต์ที่แปลงสภาพมาจากกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในภาค 3

ข้อ 18 ในกรณีที่กองทรัสต์จะได้รับหรือมีการแสดงต่อผู้ลงทุนว่าจะได้รับการประกันรายได้ การประกันรายได้นั้นต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) เป็นการประกันรายได้ที่กองทรัสต์จะได้รับจากผู้เช่าอสังหาริมทรัพย์รายใดรายหนึ่ง ตามวงเงินที่กำหนดไว้ในสัญญาประกันรายได้

(2) ผู้ประกันรายได้อย่างน้อยหนึ่งรายต้องเป็นนิติบุคคล

(3) มีข้อกำหนดที่แสดงว่า ผู้ประกันรายได้ยอมผูกพันตนทั้งในฐานะผู้ประกันรายได้และในฐานะ เป็นลูกหนี้ร่วมกับผู้เช่า

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พ.จ. 5/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(4) มีข้อตกลงสามฝ่ายระหว่างผู้ประกันรายได้ ผู้เช่า และกองทรัสต์ว่าในกรณีที่ผู้ประกันรายได้ไม่ปฏิบัติตามสัญญาประกันรายได้ ให้ถือว่าผู้เช่าผิดสัญญาเช่า โดยต้องไม่มีข้อตกลงหรือเงื่อนไขในลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) ข้อตกลงที่เป็นการยกเว้นความรับผิดของผู้ประกันรายได้ เว้นแต่ในกรณีที่เกิดจากเหตุสุดวิสัยหรือมิใช่ความผิดของผู้ประกันรายได้

(ข) เงื่อนไขที่เกินความจำเป็นในลักษณะที่จะทำให้การเรียกร้องของกองทรัสต์ตามสัญญาประกันรายได้เป็นไปได้ยาก หรือเป็นการสร้างภาระต่อกองทรัสต์เกินสมควร

### หมวด 3

#### อำนาจของสำนักงานเกี่ยวกับการอนุญาต

ข้อ 19<sup>4</sup> ยกเลิก

ข้อ 20 ในกรณีที่ปรากฏข้อเท็จจริงต่อสำนักงานที่เป็นเหตุอันควรสงสัยดังต่อไปนี้ สำนักงานอาจไม่อนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ตามคำขออนุญาตได้

(1) ผู้ขออนุญาตหรือการเสนอขายหน่วยทรัสต์มีลักษณะหรือรูปแบบเป็นไปตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่จะได้รับอนุญาตตามประกาศนี้ แต่มีข้อเท็จจริงที่ทำให้พิจารณาได้ว่าความมุ่งหมายหรือเนื้อหาสาระที่แท้จริง (substance) ของการเสนอขายหน่วยทรัสต์นั้นเข้าลักษณะเป็นการหลีกเลียงบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หรือพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 หรือหลักเกณฑ์ที่ออกตามกฎหมายดังกล่าว หรือประกาศนี้

(2) การเสนอขายหน่วยทรัสต์อาจขัดต่อนโยบายสาธารณะหรือนโยบายของรัฐ

(3) การเสนอขายหน่วยทรัสต์อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือต่อตลาดทุนไทยโดยรวม หรือ

(4) การเสนอขายหน่วยทรัสต์อาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนโดยรวม หรืออาจทำให้ผู้ลงทุนโดยรวมไม่ได้รับความเป็นธรรม หรือผู้ลงทุนอาจไม่ได้รับข้อมูลที่ถูกต้องหรือเพียงพอประกอบการตัดสินใจลงทุน

<sup>4</sup> ยกเลิกโดยประกาศคณะกรรมการ ก.ก.บ. ตลาดทุน ที่ ทจ. 40/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 5) ลงวันที่ 10 ก.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 20 ก.ค. 2558

ข้อ 21 ในกรณีที่เข้าลักษณะอย่างหนึ่งอย่างใดดังต่อไปนี้ สำนักงานอาจผ่อนผันไม่นำหลักเกณฑ์ตามประกาศนี้มาใช้พิจารณาคำขออนุญาต หรือไม่นำเงื่อนไขตามประกาศนี้มาใช้บังคับกับการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ที่ได้รับอนุญาตได้

(1) มีข้อเท็จจริงที่ชัดเจนซึ่งทำให้พิจารณาได้ว่าหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่จะผ่อนผันไม่มีนัยสำคัญสำหรับการพิจารณาอนุญาตในกรณีนั้น และประโยชน์ที่จะได้ไม่คุ้มค่างับต้นทุนในการปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขดังกล่าว

(2) ผู้ขออนุญาตมีข้อจำกัดตามกฎหมายอื่นที่ทำให้ไม่สามารถปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไขที่จะผ่อนผัน

(3) ผู้ขออนุญาตมีมาตรการอื่นที่เพียงพอและสามารถทดแทนการปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ หรือเงื่อนไขที่จะผ่อนผัน

การผ่อนผันตามวรรคหนึ่ง ให้คำนึงถึงความเหมาะสมและความเพียงพอของข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน และมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นสำคัญ ทั้งนี้ สำนักงานอาจกำหนดเงื่อนไขให้ผู้ขออนุญาตต้องปฏิบัติตามด้วยก็ได้

#### หมวด 4

#### เงื่อนไขการอนุญาต

#### ส่วนที่ 1

#### ข้อกำหนดทั่วไป

ข้อ 22 ให้ผู้ได้รับอนุญาตตามหมวด 2 ของภาคนี้ ปฏิบัติตามเงื่อนไขในหมวดนี้

ข้อ 23 ในกรณีที่ปรากฏต่อสำนักงานภายหลังการอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ว่าข้อเท็จจริงและพฤติการณ์ที่สำนักงานนำมาพิจารณาเพื่ออนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ไม่ถูกต้องหรือเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งหากข้อเท็จจริงและพฤติการณ์นั้นปรากฏต่อสำนักงานก่อนการอนุญาต สำนักงานอาจไม่อนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์นั้น ให้สำนักงานมีอำนาจดังต่อไปนี้

(1) สั่งให้ผู้ได้รับอนุญาต กรรมการ หรือผู้บริหารชี้แจง หรือเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมในระยะเวลาที่กำหนด และระงับการอนุญาตให้ออกหน่วยทรัสต์หรือให้ผู้ได้รับอนุญาตระงับการเสนอขายหน่วยทรัสต์ไว้ก่อนจนกว่าจะได้ชี้แจงหรือแก้ไขให้ถูกต้องภายในระยะเวลาที่กำหนด

(2) สั่งเพิกถอนการอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ในส่วนที่ยังมิได้เสนอขาย หรือในส่วนที่ยังมิได้มีการโอนเงินที่ได้รับจากการเสนอขายไปยังกองทรัสต์หรือเพื่อการก่อตั้ง กองทรัสต์

ในการสั่งการตามวรรคหนึ่ง ให้สำนักงานคานึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้ ประกอบการพิจารณา

- (1) ความร้ายแรงของข้อเท็จจริงหรือพฤติการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป
- (2) ผลกระทบต่อผู้ลงทุนที่จองซื้อหน่วยทรัสต์นั้น

## ส่วนที่ 2

### การเสนอขายและการจัดสรรหน่วยทรัสต์

ข้อ 23/1<sup>3/1</sup> ในส่วนนี้

คำว่า “ผู้ถือหุ้นรายใหญ่” “ผู้มีอำนาจควบคุม” “บริษัทใหญ่” “บริษัทย่อย” และ “ผู้ที่เกี่ยวข้อง” ให้มีความหมายเช่นเดียวกับบทนิยามของคำดังกล่าวในประกาศคณะกรรมการกำกับ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขาย หลักทรัพย์ ทั้งนี้ โดยให้พิจารณาจากผู้จัดการกองทรัสต์เป็นสำคัญ

ข้อ 24 ผู้ได้รับอนุญาตต้องเสนอขายหน่วยทรัสต์ให้แล้วเสร็จภายในหกเดือนนับแต่วันที่ สำนักงานแจ้งผลการอนุญาต หากพ้นระยะเวลาดังกล่าวแล้ว ให้การอนุญาตเป็นอันสิ้นสุดลง

ข้อ 24/1<sup>6</sup> ในการเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรก หากผู้ได้รับอนุญาตมีการเสนอขาย หน่วยทรัสต์และการกู้ยืมผ่านการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในช่วงเวลาเดียวกัน ต้องเป็นไปตาม หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ผู้ได้รับอนุญาตต้องเสนอขายหน่วยทรัสต์ต่อผู้ที่จะจำหน่าย จ่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิ ในอสังหาริมทรัพย์แก่กองทรัสต์ ก่อนการเสนอขายหน่วยทรัสต์ให้แก่ผู้ลงทุนรายอื่น

<sup>3/1</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558

<sup>6</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 85/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 7) ลงวันที่ 2 ธ.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2559

(2) มูลค่าหน่วยทรัสต์ที่จำหน่ายให้แก่บุคคลตาม (1) ต้องมีมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่าหนึ่งร้อยล้านบาท หรือไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของจำนวนหน่วยทรัสต์ทั้งหมดที่บุคคลดังกล่าวประสงค์จะซื้อแล้วแต่มูลค่าใดจะต่ำกว่า

(3) ผู้ได้รับอนุญาตต้องก่อตั้งกองทรัสต์โดยการโอนเงินทั้งหมดที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยทรัสต์ตาม (2) ให้แก่ทรัสต์เพื่อก่อตั้งกองทรัสต์ตามหลักเกณฑ์ในข้อ 35 ก่อนการเสนอขายหน่วยทรัสต์ส่วนที่เหลือและหุ้นกู้แก่ผู้ลงทุน

ข้อ 25 ในการเสนอขายหน่วยทรัสต์ ให้ผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการดังต่อไปนี้

(1)<sup>3/2</sup> ให้ผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้สำหรับการเสนอขายหุ้นตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทหุ้นและใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่ออกตราสารทุน โดยอนุโลม เว้นแต่ข้อกำหนดในส่วนนี้จะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น

เพื่อประโยชน์ในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในวรรคหนึ่ง สำนักงานอาจกำหนดการอนุโลมใช้ในรายละเอียดให้เหมาะสมกับกองทรัสต์ก็ได้

(2) จัดให้มีผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นผู้รับหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายต่อประชาชนไปจัดจำหน่าย เว้นแต่ในกรณีที่ผู้ได้รับอนุญาตเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ให้ผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการเองได้ โดยต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ โดยอนุโลม

(3) ในกรณีที่จัดให้มีบุคคลอื่นเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ต้องดำเนินการดังต่อไปนี้

(ก) กำกับดูแลให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดำเนินการจัดสรรหน่วยทรัสต์ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในประกาศนี้ และประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

(ข) จัดให้มีข้อตกลงกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กรณีที่ต้องมีการคืนเงินค่าจองซื้อหน่วยทรัสต์

(4) จัดให้ใบจองซื้อที่มีข้อความที่แสดงว่า การจองซื้อและการยกเลิก ตลอดจนการจัดสรรหน่วยทรัสต์เป็นไปตามที่ได้เปิดเผยไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน

<sup>3/2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558



(4/1)<sup>2</sup> การโฆษณาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหรือจะเสนอขายหน่วยทรัสต์ โดยวิธีการอื่นนอกจากการจัดส่งหรือแจกจ่ายหนังสือชี้ชวน และการส่งเสริมการขาย ให้ผู้ได้รับอนุญาตปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในข้อ 25/1 ข้อ 25/2 และข้อ 25/3 ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว ให้สำนักงานมีอำนาจดังนี้

(ก) กำหนดหลักเกณฑ์ในรายละเอียด เพื่อให้มีความชัดเจนเพียงพอที่ผู้ได้รับอนุญาตจะสามารถปฏิบัติตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการโฆษณาและการส่งเสริมการขายได้

(ข) กำหนดแนวทาง (guideline) การปฏิบัติในรายละเอียด เพื่อเป็นการให้แนวทางปฏิบัติที่ถือว่าเหมาะสมและสอดคล้องตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการโฆษณาและการส่งเสริมการขาย และหากผู้ได้รับอนุญาตปฏิบัติตามแนวทางดังกล่าวแล้ว ให้ถือว่าผู้ได้รับอนุญาตมีการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในเรื่องที่มีการออกแนวทางนั้น

(ค) กำหนดให้การโฆษณาหรือการส่งเสริมการขายบางกรณีต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานก่อนทำการโฆษณาหรือจัดให้มีการส่งเสริมการขายนั้น เพื่อตรวจสอบให้การโฆษณาหรือการส่งเสริมการขายนั้นเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศนี้

(4/2)<sup>2</sup> ในกรณีผู้ได้รับอนุญาตปฏิบัติไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ใน (4/1) ผู้ได้รับอนุญาตต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามคำสั่งของสำนักงานที่จะสั่งให้ดำเนินการอย่างใดอย่างหนึ่งหรือหลายอย่างดังนี้

(ก) หยุดการโฆษณา หรือยุติการส่งเสริมการขาย ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน  
 (ข) แก้ไขข้อมูลหรือข้อความในการโฆษณาหรือการส่งเสริมการขาย  
 (ค) ชี้แจงเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนถูกต้อง ตรงต่อความเป็นจริง หรือไม่ทำให้สำคัญผิด

(ง) กระทำการหรือไม่กระทำการใดภายในระยะเวลาที่กำหนดเพื่อให้ผู้ลงทุนตัดสินใจหรือทบทวนการตัดสินใจลงทุน บนพื้นฐานข้อมูลที่ครบถ้วน ถูกต้อง ตรงต่อความเป็นจริง และไม่ทำให้สำคัญผิด

(5) เมื่อสิ้นสุดการเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรก หากปรากฏกรณีอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้ ให้ผู้ได้รับอนุญาตยกเลิกการเสนอขายหน่วยทรัสต์ทั้งจำนวนและคืนเงินให้แก่ผู้จองซื้อ

(ก) มีผู้จองซื้อไม่ถึงสองร้อยห้าสิบลาย หรือมีการกระจายการถือหน่วยทรัสต์ไม่เป็นไปตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการรับหน่วยทรัสต์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

<sup>2</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(ข) มูลค่าหน่วยทรัสต์ที่จองซื้อเมื่อรวมกับมูลค่าเงินกู้ยืมจากบุคคลอื่น (ถ้ามี) มีมูลค่าไม่เพียงพอที่จะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือไม่ถึงจำนวนตามที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน

(ค) <sup>3</sup> มีการจัดสรรหน่วยทรัสต์แก่บุคคลใด กลุ่มบุคคลเดียวกันใด ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้ลงทุนต่างด้าว ไม่เป็นไปตามอัตราหรือหลักเกณฑ์ที่กำหนดในส่วนนี้และไม่สามารถแก้ไขให้ถูกต้อง

(ง) ไม่สามารถโอนเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยทรัสต์ให้แก่ทรัสต์เพื่อก่อตั้งกองทรัสต์ให้แล้วเสร็จภายในสิบห้าวันทำการนับแต่วันปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์

(6) ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยทรัสต์เพิ่มเติมของกองทรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นแล้วหากปรากฏกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้ ให้ผู้ได้รับอนุญาตยกเลิกการเสนอขายหน่วยทรัสต์และคืนเงินให้แก่ผู้จองซื้อ

(ก) มูลค่าหน่วยทรัสต์ที่จองซื้อเมื่อรวมกับเงินที่กองทรัสต์กักไว้เพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และมูลค่าเงินกู้ยืมจากบุคคลอื่น (ถ้ามี) มีมูลค่าไม่เพียงพอที่จะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน โดยให้ยกเลิกการเสนอขายหน่วยทรัสต์ทั้งจำนวน

(ข) <sup>3</sup> มีการจัดสรรหน่วยทรัสต์ให้แก่บุคคลใด กลุ่มบุคคลเดียวกันใด ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้ลงทุนต่างด้าว และทำให้การถือหน่วยทรัสต์ของคุณหรือกลุ่มบุคคลดังกล่าวเมื่อรวมกับจำนวนหน่วยที่ถืออยู่เดิม (ถ้ามี) ไม่เป็นไปตามอัตราหรือหลักเกณฑ์ที่กำหนดในส่วนนี้ โดยให้ยกเลิกการเสนอขายเฉพาะส่วนที่เกินกว่าอัตราหรือหลักเกณฑ์ที่กำหนด

(7) <sup>2</sup> ในกรณีที่มีการยกเลิกการเสนอขายไม่ว่าด้วยเหตุใด ผู้ได้รับอนุญาตต้องดำเนินการหรือดูแลให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ดำเนินการดังนี้

(ก) คืนเงินค่าจองซื้อหน่วยทรัสต์แก่ผู้จองซื้อภายในสิบวันนับแต่วันที่ปรากฏข้อเท็จจริงที่เป็นเหตุแห่งการยกเลิกการเสนอขาย รวมทั้งดอกเบี้ยในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละครึ่งต่อปี ในกรณีที่ไม่สามารถคืนเงินได้ภายในกำหนดเวลาดังกล่าว

(ข) ไม่นำเงินที่ได้รับเป็นค่าจองซื้อหน่วยทรัสต์ในส่วนที่คาดว่าจะต้องคืนให้แก่ผู้จองซื้อตาม (ก) ไปใช้ในกิจการใด ๆ ก่อนที่จะดำเนินการเพื่อคืนเงินให้แก่ผู้จองซื้อ

<sup>3</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25 /2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(8)<sup>2</sup> เมื่อปรากฏกรณีที่เป็นเหตุให้ผู้ได้รับอนุญาตยกเลิกการเสนอขายหน่วยทรัสต์ ให้ผู้ได้รับอนุญาตแจ้งให้สำนักงานทราบภายในสิบห้าวันนับแต่วันที่ปรากฏเหตุดังกล่าว ทั้งนี้ ในกรณีที่เป็นกรยกเลิกการเสนอขายตาม (5) หรือ (6) (ก) ให้ถือว่า การอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์เป็นอันสิ้นสุดลง ให้ผู้ได้รับอนุญาตจัดให้มีเงื่อนไขเกี่ยวกับการยกเลิกการเสนอขายตามวรรคหนึ่ง (5) และ (6) ไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนด้วย

ข้อ 25/1<sup>2</sup> ผู้ได้รับอนุญาตที่ประสงค์จะจัดให้มีการโฆษณา ต้องดำเนินการให้การโฆษณานั้น มีความเหมาะสมทั้งในด้านเนื้อหา สัดส่วนของเนื้อหา และวิธีการนำเสนอ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลที่จำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลงทุนในหน่วยทรัสต์ โดยการโฆษณาต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

- (1) ไม่มีลักษณะเป็นเท็จ เกินความจริง บิดเบือน ปิดบัง หรือทำให้สำคัญผิดในสาระสำคัญ
- (2) สาระสำคัญของข้อมูลที่แสดงในโฆษณาต้องไม่นอกเหนือไปจากข้อมูลที่ได้แสดงไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อสำนักงานตามภาค 2 และภาค 3 ของประกาศนี้
- (3) ไม่เร่ร่อนให้ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนในหน่วยทรัสต์
- (4) ไม่มีลักษณะชี้แนะหรือประกันผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในหน่วยทรัสต์ เว้นแต่ได้รับการผ่อนผันจากสำนักงาน หรือเป็นการประมาณการผลตอบแทนในอนาคตที่มีลักษณะครบถ้วนดังนี้
  - (ก) มีข้อมูลประกอบการประมาณการอย่างเหมาะสม
  - (ข) มีข้อมูลความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการประมาณการผลตอบแทนในแต่ละเงื่อนไข
  - (ค) ข้อมูลตาม (ก) และ (ข) อยู่ในรูปแบบที่ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจได้อย่างถูกต้อง โดยไม่สำคัญผิด

(5) มีคำเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยงในการลงทุนในหน่วยทรัสต์อย่างเหมาะสม และมีการแจ้งสถานที่สำหรับการติดต่อสอบถามข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการลงทุนในหน่วยทรัสต์

(6) หากเป็นการโฆษณาโดยใช้หรืออ้างอิงข้อมูลของบุคคลอื่น จะต้องเป็นข้อมูลที่มาจากแหล่งที่น่าเชื่อถือและเป็นปัจจุบัน โดยต้องมีการระบุแหล่งที่มาอย่างชัดเจน

(7) ในกรณีที่เป็นกรโฆษณาการจัดรายการส่งเสริมการขาย ข้อมูลที่โฆษณาต้องมีข้อมูลของหน่วยทรัสต์ที่เสนอขายรวมอยู่ด้วย โดยข้อมูลหน่วยทรัสต์ต้องเป็นเนื้อหาหลัก และข้อมูลการจัดรายการส่งเสริมการขายเป็นข้อมูลประกอบที่มีสาระเป็นส่วนน้อย

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พ.จ. 25 /2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(8) การนำค่าโฆษณามาหักเป็นค่าใช้จ่ายของกองทรัสต์ ให้กระทำได้เฉพาะเมื่อการโฆษณานั้นเป็นไปเพื่อกองทรัสต์หรือจะเกิดประโยชน์ต่อกองทรัสต์นั้น

(9) ดูแลให้ผู้จัดทำโฆษณาร่วมกับผู้ได้รับอนุญาตหรือผู้จัดให้มีการโฆษณาเพื่อผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการให้เป็นไปตาม (1) ถึง (8)

ในกรณีที่การโฆษณาตามวรรคหนึ่งเป็นการดำเนินการในช่วงระยะเวลาก่อนที่จะแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนจะมีผลใช้บังคับ นอกจากหลักเกณฑ์ตามที่กำหนดไว้ในวรรคหนึ่ง ผู้ได้รับอนุญาตต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ก่อนวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับด้วย

ข้อ 25/2<sup>2</sup> ผู้ได้รับอนุญาตต้องจัดให้ข้อความ คำเตือน หรือข้อมูลใด ๆ ในการโฆษณาสามารถรับฟังหรือมองเห็นได้อย่างชัดเจน โดยมีความเหมาะสมกับรูปแบบการนำเสนอ และต้องให้ความสำคัญในการแสดงคำเตือนในเรื่องต่าง ๆ เช่นเกี่ยวกับการแสดงข้อความหรือข้อมูลส่วนใหญ่ในโฆษณานั้น ๆ ด้วย

ข้อ 25/3<sup>2</sup> ผู้ได้รับอนุญาตอาจจัดให้มีการส่งเสริมการขายได้ โดยต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ไม่เป็นการจูงใจหรือเร่งรัดผู้ลงทุนโดยใช้การส่งเสริมการขาย เพื่อให้ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนในหน่วยทรัสต์ โดยไม่คำนึงถึงข้อมูลที่เป็นพื้นฐานซึ่งจำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุน

(2) ไม่เป็นการชิงโชคหรือจับฉลากเพื่อสุ่มหาผู้ได้รับของสมนาคุณ สิทธิ หรือประโยชน์อื่นใด

(3) มีการกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ผู้ลงทุนจะได้รับของสมนาคุณ สิทธิ หรือประโยชน์อื่นใด ที่มีความชัดเจน ง่ายต่อการทำความเข้าใจ ไม่ทำให้สำคัญผิด เหมาะสมและเป็นธรรม

(4) มีการแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบล่วงหน้าเป็นการทั่วไปในระยะเวลาที่เหมาะสมเกี่ยวกับการส่งเสริมการขาย

(5) ไม่คิดค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการส่งเสริมการขายจากกองทรัสต์

<sup>2</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

ข้อ 26 ในการจัดสรรหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ ให้ผู้ได้รับอนุญาตปฏิบัติตามที่ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน และตามหลักเกณฑ์ในข้อ 27 ถึงข้อ 30 ด้วย

ข้อ 27 ให้ผู้ได้รับอนุญาตจัดสรรหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ให้แก่บุคคลใดหรือกลุ่มบุคคลเดียวกันใดได้ไม่เกินอัตราดังต่อไปนี้

- (1) ร้อยละห้าสิบของจำนวนหน่วยทรัสต์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกองทรัสต์ และ
- (2) ร้อยละห้าสิบของจำนวนหน่วยทรัสต์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดในกรณีที่มีการแบ่งชนิดของหน่วยทรัสต์

ข้อ 28<sup>2 3</sup> ภายใต้บังคับข้อ 27 และข้อ 29 ในกรณีที่ผู้ได้รับอนุญาตประสงค์จะจัดสรรหน่วยทรัสต์ให้แก่ผู้จัดการกองทรัสต์ กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้มีอำนาจควบคุม บริษัทใหญ่ หรือบริษัทย่อยของผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับบุคคลข้างต้น ผู้ได้รับอนุญาตต้องแบ่งแยกหน่วยทรัสต์ที่จะจัดสรรให้แก่บุคคลดังกล่าวออกจากหน่วยทรัสต์ที่จะจัดสรรให้แก่ประชาชนทั่วไปไว้อย่างชัดเจน และเปิดเผยประเภทบุคคลดังกล่าวรวมถึงจำนวนที่จะจัดสรรไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน

ข้อ 29 ในกรณีที่ผู้ได้รับการจัดสรรหน่วยทรัสต์เป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ หรือผู้จัดการกองทรัสต์ ให้การจัดสรรหน่วยทรัสต์แก่บุคคลดังกล่าวเป็นไปตามอัตราและหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานการปฏิบัติงาน แล้วแต่กรณี ด้วย

ข้อ 30 ในกรณีที่กองทรัสต์มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย หากกฎหมาย กฎ หรือกำหนดที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์นั้นกำหนดสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุนต่างด้าวไว้ ให้ผู้ได้รับอนุญาตจัดสรรหน่วยทรัสต์แก่ผู้ลงทุนต่างด้าวให้เป็นไปตามกฎหมาย กฎ หรือข้อกำหนดนั้นด้วย

<sup>2</sup> ยกเลิกโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

<sup>3</sup> เพิ่มโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558

ในกรณีที่กองทรัสต์มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามวรรคหนึ่งหลายโครงการและบรรดา กฎหมาย กฎ หรือข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์นั้นมีการกำหนดสัดส่วนการลงทุนของผู้ลงทุน ต่างตัวไว้แตกต่างกัน ให้ผู้ได้รับอนุญาตจัดสรรหน่วยทรัสต์ตามสัดส่วนที่กำหนดไว้ต่ำสุดของบรรดา กฎหมาย กฎ หรือข้อกำหนดนั้น

ข้อ 31<sup>3</sup> ในกรณีที่ปรากฏข้อเท็จจริงแก่ผู้ได้รับอนุญาตว่าบุคคลใด กลุ่มบุคคลเดียวกันใด ผู้ก่อตั้ง ทรัสต์ ทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้ลงทุนต่างตัวถือหน่วยทรัสต์ไม่เป็นไปตามอัตราหรือ หลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศนี้ ให้ผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการดังต่อไปนี้

(1) แจ้งให้บุคคลดังกล่าวทราบโดยไม่ชักช้าถึงข้อจำกัดสิทธิเกี่ยวกับการออกเสียงลงคะแนน และการรับผลประโยชน์ตอบแทนตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ซึ่งจัดทำขึ้นตามประกาศ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการ และข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(2) รายงานต่อสำนักงานภายในห้าวันทำการนับแต่วันที่ผู้ได้รับอนุญาตรู้หรือควรรู้ถึงเหตุ ดังกล่าว

ข้อ 32<sup>3</sup> ผู้ได้รับอนุญาตต้องดำเนินการที่จำเป็นเพื่อให้มั่นใจได้ว่าการถือหน่วยทรัสต์ของ บุคคลใด กลุ่มบุคคลเดียวกันใด ผู้ก่อตั้งทรัสต์ ทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้ลงทุนต่างตัว เป็นไปตาม อัตราและหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศนี้ ทั้งนี้ การดำเนินการที่จำเป็นให้หมายความรวมถึง การจัดทำมีระบบงานที่สามารถควบคุมการถือหน่วยทรัสต์ หรือการแต่งตั้งนายทะเบียนผู้ถือ หน่วยทรัสต์ที่มีระบบงานดังกล่าว

### ส่วนที่ 3

#### เงื่อนไขภายหลังการเสนอขาย

ข้อ 33 ให้ผู้ได้รับอนุญาตปฏิบัติตามข้อผูกพันที่ให้ไว้ในคำขออนุญาต แบบแสดงรายการ ข้อมูลและหนังสือชี้ชวน ตลอดจนข้อกำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

<sup>3</sup> เพิ่มโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ พจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เม.ย. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2558

ข้อ 34 ผู้ได้รับอนุญาตต้องจัดให้มีสัญญาก่อตั้งทรัสต์ที่มีสาระไม่ต่างจากร่างที่ผ่านการพิจารณาของสำนักงานแล้ว ก่อนหรือในวันที่มีการโอนทรัพย์สินที่จะให้เป็นกองทรัสต์แก่ทรัสต์ตาม

ข้อ 35 และให้ผู้ได้รับอนุญาตจัดส่งสำเนาสัญญาก่อตั้งทรัสต์ที่ลงนามแล้วต่อสำนักงานภายในสิบห้าวันนับแต่วันที่เข้าทำสัญญาดังกล่าว

ข้อ 35<sup>6</sup> ผู้ได้รับอนุญาตต้องดำเนินการให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์โอนเงินที่ได้รับจากการเสนอขายหน่วยทรัสต์ให้แก่ทรัสต์ตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีที่เป็นการระดมทุนครั้งแรกผ่านการเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่มีใช้กรณีตาม (2) ให้โอนเงินดังกล่าวให้แก่ทรัสต์เพื่อก่อตั้งกองทรัสต์ให้แล้วเสร็จภายในสิบห้าวันทำการนับแต่วันปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์

(2) ในกรณีที่เป็นการระดมทุนครั้งแรกผ่านการเสนอขายหน่วยทรัสต์และการกู้ยืมผ่านการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในช่วงเวลาเดียวกัน

(ก) ให้โอนเงินที่ได้จากการเสนอขายหน่วยทรัสต์ต่อผู้ที่จะจำหน่าย จ่าย โอน ให้เช่า หรือให้สิทธิในอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีมูลค่าไม่น้อยกว่าที่กำหนดในข้อ 24/1(2) ให้แก่ทรัสต์ เพื่อก่อตั้งกองทรัสต์ให้แล้วเสร็จก่อนการเสนอขายหน่วยทรัสต์ส่วนที่เหลือและหุ้นกู้ที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุน

(ข) ให้โอนเงินที่ได้รับจากการเสนอขายหน่วยทรัสต์ส่วนที่เหลือให้แก่ทรัสต์ภายในสิบห้าวันทำการนับแต่วันปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์ในส่วนดังกล่าว

(3) ในกรณีอื่นนอกจาก (1) และ (2) ให้โอนเงินดังกล่าวให้แก่ทรัสต์เพื่อเป็นทรัพย์สินของกองทรัสต์ภายในสิบห้าวันทำการนับแต่วันปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์

ให้ผู้ได้รับอนุญาตยื่นเอกสารหลักฐานที่แสดงถึงการโอนเงินตามวรรคหนึ่งต่อสำนักงานพร้อมกับการยื่นรายงานผลการเสนอขายหน่วยทรัสต์ตามวรรคหนึ่ง (1) หรือ (2) (ก) หรือ (ข) หรือ (3) แล้วแต่กรณี

ข้อ 36 ภายหลังจากการเสนอขายหน่วยทรัสต์ครั้งแรก ให้ผู้ได้รับอนุญาตเข้าทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทรัสต์เพื่อปฏิบัติหน้าที่ตามขอบเขตที่กำหนดไว้ในประกาศนี้และในสัญญาก่อตั้งทรัสต์เมื่อกองทรัสต์จัดตั้งขึ้นแล้ว

<sup>6</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 85/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 7) ลงวันที่ 2 ธ.ค. 2558 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2559

ผู้ได้รับอนุญาตต้องดูแลให้สัญญาก่อตั้งทรัสต์มีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญว่าในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่จะปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้สำหรับผู้ได้รับอนุญาตในประกาศนี้ โดยอนุโลม

ข้อ 37 ให้ผู้ได้รับอนุญาตดำเนินการเพื่อให้หน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่สามารถเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนได้ภายในสี่สัปดาห์นับแต่วันปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์

ข้อ 38 ให้ผู้ได้รับอนุญาตเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ภายหลังการเสนอขายตามประกาศที่เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ข้อ 39 ในกรณีที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ผู้ได้รับอนุญาตต้องดูแลให้การแก้ไขเพิ่มเติมดังกล่าวเป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และไม่ขัดหรือแย้งกับข้อกำหนดของประกาศนี้ และให้ส่งสำเนาสัญญาซึ่งได้แก้ไขเพิ่มเติมนั้นให้สำนักงานภายในสี่สัปดาห์นับแต่วันที่ลงนามหรือวันที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมตามแต่กรณี

ข้อ 40 ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงทรัสต์ตามที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือกฎหมายกำหนด ให้ผู้ได้รับอนุญาตแจ้งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์ทราบภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ และให้แจ้งต่อสำนักงานภายในระยะเวลาเดียวกันนั้นด้วย

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

ภาค 2

การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูล

หมวด 1

การยื่นและค่าธรรมเนียม



ข้อ 41<sup>7</sup> ก่อนการเสนอขายหน่วยทรัสต์ในแต่ละครั้ง ให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามแบบ 69-REIT ท้ายประกาศนี้ พร้อมทั้งร่างหนังสือชี้ชวน โดยให้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนในรูปเอกสารสิ่งพิมพ์ต่อสำนักงานจำนวนหนึ่งชุด พร้อมทั้งนำเอกสารสิ่งพิมพ์นั้นเข้าสู่ระบบอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์ที่จัดไว้เพื่อการรองรับเอกสารสิ่งพิมพ์นั้น

ในกรณีที่การเสนอขายหน่วยทรัสต์ตามที่กำหนดในแบบแสดงรายการข้อมูลสิ้นสุดลงแล้ว หากผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ประสงค์จะเสนอขายหน่วยทรัสต์ส่วนที่เหลือจากการเสนอขายครั้งก่อน ให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนฉบับใหม่โดยวิธีการตามที่กำหนดในวรรคหนึ่ง

ให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ชำระค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สำนักงานประกาศกำหนดตามมาตรา 19

ข้อ 42 แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อสำนักงานต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินเป็นผู้ร่วมจัดทำและรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูล

<sup>2</sup> ความในวรรคหนึ่งมิให้นำมาใช้บังคับกับผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ที่มีลักษณะเป็นไปตามข้อยกเว้นที่กำหนดในข้อ 9 วรรคหนึ่ง

ข้อ 43 ในกรณีที่กองทรัสต์มีการประกันรายได้ แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนที่ยื่นต่อสำนักงานต้องมีข้อมูลเกี่ยวกับการประกันรายได้ตามข้อ 7 โดยอนุโลม และในกรณีที่ผู้รับประกันรายได้เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับผู้ได้รับอนุญาต แบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนต้องมีการลงนามรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินเกี่ยวกับความสามารถของผู้รับประกันรายได้ และข้อมูลประกอบการทำความเข้าใจ โดยผู้มีอำนาจลงนามผูกพันที่ปรึกษาทางการเงินด้วย

ข้อ 44 งบการเงินและงบการเงินรวมของกองทรัสต์ที่เปิดเผยในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน (ถ้ามี) ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ออกตามมาตรา 56 โดยอนุโลม

7 แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 3/2559 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 8) ลงวันที่ 10 ก.พ. 2559 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มี.ค. 2559

ข้อ 45 ก่อนปิดการเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ได้รับอนุญาต หากผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ได้เปิดเผยข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญที่มีได้แสดงอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนให้แก่บุคคลใดเป็นการเฉพาะรายเพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์ความเหมาะสมของการลงทุนในหน่วยทรัสต์ที่เสนอขาย หรือการตัดสินใจลงทุนในหน่วยทรัสต์ที่เสนอขาย ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ต้องดำเนินการให้มีการเปิดเผยข้อเท็จจริงดังกล่าวในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนโดยพลัน ทั้งนี้ ต้องไม่ช้ากว่าวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับ หรือในกรณีที่แบบแสดงรายการข้อมูลมีผลใช้บังคับแล้ว ต้องไม่ช้ากว่าวันที่ทำการถัดจากวันที่ได้เปิดเผยข้อเท็จจริงต่อบุคคลใดนั้น

ข้อ 46 ในกรณีที่ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ได้เสนอขายหน่วยทรัสต์ในต่างประเทศ โดยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหน่วยทรัสต์ตามกฎหมายต่างประเทศนั้น เมื่อมีการเสนอขายหน่วยทรัสต์ดังกล่าวในประเทศไทย ให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์เปิดเผยรายละเอียดของข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนไม่น้อยกว่ารายละเอียดของข้อมูลที่ได้เปิดเผยในการเสนอขายหน่วยทรัสต์นั้นในต่างประเทศ

## หมวด 2

### อำนาจของสำนักงานเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล

ข้อ 47 ให้สำนักงานมีอำนาจผ่อนผันการเปิดเผยรายละเอียดของข้อมูลตามที่กำหนดในประกาศนี้ได้ หากผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์แสดงได้ว่าข้อมูลดังกล่าวมิใช่ข้อมูลที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ และมีเหตุอันควรที่จะไม่แสดงรายละเอียดของข้อมูลดังกล่าวไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูล หรือได้ดำเนินการประการอื่นเพื่อทดแทนอย่างเพียงพอแล้ว

ข้อ 48 ในการพิจารณาข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน หากสำนักงานเห็นว่าเหตุจำเป็นและสมควรเพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลที่มีนัยสำคัญเพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน ให้สำนักงานมีอำนาจกำหนดให้ผู้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลดำเนินการดังต่อไปนี้ภายในระยะเวลาที่สำนักงานกำหนด

<sup>2</sup> แก้ไขโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 25/2557 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(1) ชี้แจงหรือแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูล หรือส่งเอกสารหลักฐานเพิ่มเติม

(2) จัดให้มีผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านที่เป็นอิสระจัดทำความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องครบถ้วน หรือความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ปรากฏในแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน

หากผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ไม่ดำเนินการตามที่สำนักงานกำหนดตามวรรคหนึ่ง ให้ถือว่าผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ไม่ประสงค์จะยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานอีกต่อไป

ในการกำหนดให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ดำเนินการตามวรรคหนึ่ง สำนักงานอาจกำหนดให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์เปิดเผยการสั่งการ การดำเนินการ ข้อสังเกตของสำนักงาน หรือคำชี้แจงของผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ผ่านทางเว็บไซต์ของสำนักงาน ตามแนวทางที่สำนักงานกำหนดด้วยก็ได้

### หมวด 3

#### วันมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน

ข้อ 49 ภายใต้บังคับมาตรา 75 ให้แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนมีผลใช้บังคับเมื่อเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีที่เป็นการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ที่ออกใหม่ ซึ่งต้องได้รับอนุญาตตามมาตรา 33 ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ต้องได้รับอนุญาตให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ที่ออกใหม่นั้นแล้ว

(2) ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ได้ชำระค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามหลักเกณฑ์และวิธีการที่สำนักงานประกาศกำหนดตามมาตรา 19

(3) ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ได้แก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูล และได้เปิดเผยข้อมูลตามข้อ 48 วรรคสาม (ถ้ามี) แล้ว

(4) เมื่อพ้นกำหนดระยะเวลาดังต่อไปนี้ นับแต่วันที่สำนักงานได้รับแบบแสดงรายการข้อมูลตามข้อ 41 ที่แก้ไขเพิ่มเติมครั้งล่าสุด (ไม่รวมข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ หรือข้อมูลอื่นที่มีไขข้อมูลสำคัญซึ่งสำนักงานผ่อนผันให้แก้ไขเพิ่มเติมได้)

(ก) สิบสี่วัน ในกรณีทั่วไป

(ข) สามวันทำการ ในกรณีที่เป็นกรีย่นแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวน ภายในกำหนดเวลาสามเดือนนับแต่วันที่แบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนของการเสนอขาย หน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์เดียวกันมีผลใช้บังคับในครั้งก่อน

(5) ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ได้ระบุข้อมูลตามแบบแสดงรายการข้อมูล ครบถ้วนแล้ว

เพื่อประโยชน์ในการพิจารณาตาม (4) ของวรรคหนึ่ง ข้อมูลเกี่ยวกับการเสนอขาย หน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ให้หมายถึงข้อมูลดังต่อไปนี้

- (1) จำนวนและราคาที่เสนอขาย
- (2) ระยะเวลาของการเสนอขาย
- (3) รายละเอียดเกี่ยวกับการจอง การจัดจำหน่าย และการจัดสรรหน่วยทรัสต์
- (4) ข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์ หรือที่มีลักษณะ ทำนองเดียวกันหรือเกี่ยวกับข้อมูลตาม (1) (2) และ (3)

### ภาค 3<sup>1</sup>

#### การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ในการแปลง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็นกองทรัสต์

ข้อ 50 การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ในการแปลงกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์เป็นกองทรัสต์ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับ ตลาดทุนว่าด้วยการแปลงสภาพกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์ และหลักเกณฑ์เพิ่มเติมดังต่อไปนี้

(1) ให้นำหลักเกณฑ์การอนุญาตตามหมวด 2 และอำนาจสำนักงานเกี่ยวกับการอนุญาต ตามหมวด 3 ในภาค 1 ของประกาศนี้มาใช้บังคับ แต่ไม่รวมถึงหลักเกณฑ์ตามข้อ 12(5) และข้อ 17(2)

(2) ให้นำเงื่อนไขภายหลังการเสนอขายในส่วนที่ 3 ของหมวด 4 ในภาค 1 ของประกาศนี้ มาใช้บังคับ แต่ไม่รวมถึงหลักเกณฑ์ตามข้อ 35 และข้อ 37

(3) ให้ผู้เสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่ในการแปลงกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เป็น กองทรัสต์ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลตามแบบ 69-REIT (Conversion) ท้ายประกาศนี้ พร้อมทั้ง

<sup>1</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 51/2556 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุน ในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556



ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน  
ที่ ทจ. 6/2559  
เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์  
ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์  
(ฉบับที่ 9)

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 16/6 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2551 และมาตรา 35 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 คณะกรรมการกำกับตลาดทุนออกประกาศไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ 1 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นบทนิยามคำว่า “สมาคมบริษัทจัดการลงทุน” ระหว่างคำว่า “ตลาดหลักทรัพย์” และคำว่า “การส่งเสริมการขาย” ในข้อ 2 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 18/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 27 เมษายน พ.ศ. 2558

“สมาคมบริษัทจัดการลงทุน” หมายความว่า สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้จัดตั้งและจดทะเบียนกับสำนักงาน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำการส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทที่เกี่ยวกับการจัดการลงทุน”

ข้อ 2 ให้ยกเลิกความใน (ค) ของ (1) ในข้อ 10 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“(ค) แสดงได้ว่ากองทุนจะมีทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอขายหน่วยทรัสต์ไม่น้อยกว่าห้าร้อยล้านบาท เพื่อรองรับการลงทุนในทรัพย์สินให้เป็นไปตามที่กำหนดในข้อ 12 หรือข้อ 12/1”

ข้อ 3 ให้ยกเลิกความใน (ก) ของ (2) ในข้อ 10 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน

ที่ ทจ. 53/2558 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 6) ลงวันที่ 13 กรกฎาคม พ.ศ. 2558 และให้ใช้ความต่อไปนี้เป็น

“(ก) ต้องเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 12 โดยอาจเป็นการลงทุนโดยตรง หรือเป็นการลงทุนโดยทางอ้อมตามข้อ 12/1 ก็ได้”

ข้อ 4 ให้ยกเลิกความใน (4) ของข้อ 10 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้เป็น

“(4) การกู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันของกองทรัสต์ หากประสงค์จะให้กองทรัสต์กู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันได้ ต้องมีลักษณะดังนี้

(ก) มีข้อกำหนดให้กองทรัสต์กู้ยืมเงินหรือก่อภาระผูกพันได้อย่างชัดเจนในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์ โดยการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ไม่ว่าโดยการออกตราสารหนี้หรือการเข้าทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืมเงิน ต้องไม่มีลักษณะตามที่กำหนดในข้อ 13/2

(ข) จำกัดสัดส่วนการกู้ยืมเงินไม่ว่ากระทำโดยวิธีการใด ซึ่งไม่เกินไปกว่าอัตราตามข้อ 14

(ค) จำกัดการก่อภาระผูกพันไว้ไม่เกินไปกว่ากรณีที่กำหนดตามข้อ 15 เท่านั้น

การกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ตามวรรคหนึ่ง ให้หมายความรวมถึง การกู้ยืมเงินของบริษัทที่กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นตามข้อ 12/1 วรรคหนึ่งด้วย”

ข้อ 5 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นข้อ 12/1 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555

“ข้อ 12/1 การลงทุนในทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์โดยทางอ้อมตามข้อ 10(2) (ก) ต้องเป็นการลงทุนผ่านการถือหุ้นที่ออกโดยบริษัทที่จัดตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการดำเนินการในลักษณะเดียวกันกับกองทรัสต์ตามประกาศนี้ ไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบเก้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด และไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบเก้าของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้น

กองทรัสต์อาจให้กู้ยืมเงินแก่บริษัทตามวรรคหนึ่งผ่านการถือตราสารหนี้ หรือการเข้าทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการให้กู้ยืมเงิน โดยให้ถือว่าการให้บริษัทดังกล่าวกู้ยืมเงินเป็นการลงทุนในทรัพย์สินหลักโดยทางอ้อมตามข้อ 10(2) (ก) ด้วย”

ข้อ 6 ให้ยกเลิกความในข้อ 13 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“ข้อ 13 การลงทุนในทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์โดยทางอ้อมตามข้อ 12/1 ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) มีการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุนโดยทางอ้อม ทั้งในชั้นของกองทรัสต์และในชั้นของบริษัทที่กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นดังนี้

(ก) การประเมินมูลค่าในชั้นของกองทรัสต์ ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 12(5) โดยให้คำนิยามภาวะภาษีของบริษัทที่กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้น และปัจจัยอื่นที่อาจมีผลกระทบต่อราคาอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุนโดยทางอ้อมด้วย

(ข) การประเมินมูลค่าในชั้นของบริษัทที่กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นตามข้อ 12/1 วรรคหนึ่ง ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 12(5)

(2) มีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินอื่นที่บริษัทที่กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้นได้ลงทุนไว้ตามหลักเกณฑ์ดังนี้

(ก) ใช้มูลค่ายุติธรรมตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนที่ออกโดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุนโดยอนุโลม

(ข) ในกรณีหลักเกณฑ์ตาม (ก) ไม่รองรับการกำหนดมูลค่ายุติธรรมของทรัพย์สินใด ให้ใช้มูลค่าที่เป็นไปตามหลักวิชาการอันเป็นที่ยอมรับหรือมาตรฐานสากล

(3) ผู้ขออนุญาตแสดงได้ว่ามีมาตรการหรือกลไกที่จะทำให้ทรัสต์และผู้จัดการกองทรัสต์สามารถดูแลและควบคุมให้บริษัทดังกล่าวดำเนินการให้เป็นไปในทำนองเดียวกับหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้สำหรับกองทรัสต์ที่มีการลงทุนในทรัพย์สินหลักโดยตรง เว้นแต่ในกรณีของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับอัตราส่วนการกักเงินตามข้อ 14 จะพิจารณาเฉพาะในชั้นของกองทรัสต์ก็ได้

เพื่อประโยชน์ในการปฏิบัติให้เป็นไปตามวรรคหนึ่ง (3) ให้สำนักงานมีอำนาจประกาศกำหนดมาตรการหรือกลไกที่ผู้ขออนุญาตต้องจัดให้มีขึ้นได้”

ข้อ 7 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นข้อ 13/2 แห่งประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 49/2555 เรื่อง การออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555

“ข้อ 13/2 การกักเงินของกองทรัสต์ไม่ว่ากระทำด้วยวิธีการใด ต้องไม่มีลักษณะดังต่อไปนี้



- (1) มีข้อตกลงและเงื่อนไขทำนองเดียวกับข้อกำหนดของหุ้นกู้ที่ให้ไถ่ถอนหุ้นกู้เมื่อมีการเลิกบริษัท (perpetual bond)
- (2) ให้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้น
- (3) มีลักษณะของอนุพันธ์แฝง
- (4) มีลักษณะเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์”

ข้อ 8 ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 16 เมษายน พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป

ประกาศ ณ วันที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2559

(นายรพี สุจริตกุล)  
เลขาธิการ  
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์  
ประธานกรรมการ  
คณะกรรมการกำกับตลาดทุน

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
CHULALONGKORN UNIVERSITY

ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ที่ สร. 26/2555

เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์  
ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์  
(ฉบับประมวล)

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 9 และมาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อ  
ธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 อันเป็นพระราชบัญญัติที่มีบทบัญญัติบางประการเกี่ยวกับการจำกัด  
สิทธิและเสรีภาพของบุคคล ซึ่งมาตรา 29 ประกอบกับมาตรา 32 มาตรา 33 มาตรา 41 และมาตรา 43  
ของรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย บัญญัติให้กระทำได้โดยอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติแห่ง  
กฎหมาย สำนักงาน ก.ล.ต. ออกข้อกำหนดไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ 1 ในประกาศนี้

<sup>1</sup>“กองทุนทรัสต์” หมายความว่า ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

“อสังหาริมทรัพย์” หมายความว่า ความรวมถึงอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์

<sup>2</sup>“กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์” หมายความว่า กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้น  
ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์  
เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

“ทุนชำระแล้ว” หมายความว่า มูลค่ารวมของหน่วยทรัสต์ที่ชำระเต็มจำนวนแล้ว

“บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน” หมายความว่า บุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศคณะกรรมการ  
กำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน

“ผู้จัดการกองทรัสต์” หมายความว่า บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทรัสต์ตามสัญญา  
ก่อตั้งทรัสต์

<sup>1</sup> แก้ไขโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 42/2556 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา  
ก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556

<sup>1</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 42/2556 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา  
ก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556

“การเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป” (general mandate) หมายความว่า การเพิ่มทุนของกองทุนตามมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ที่ให้อำนาจผู้จัดการกองทุนกำหนดหรือเห็นชอบวัตถุประสงค์การออกและจัดสรรหน่วยเพิ่มทุนแต่ละคราวตามความเหมาะสม เช่น การกำหนดราคาวันและเวลาที่จะเสนอขาย หรือเงื่อนไขในการเสนอขายหน่วยทรัสต์ เป็นต้น

“ทรัพย์สินหลัก” หมายความว่า ทรัพย์สินหลักที่กองทุนสามารถลงทุนได้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

“หน่วยทรัสต์” หมายความว่า ใบทรัสต์ที่แสดงสิทธิของผู้ถือในฐานะผู้รับประโยชน์ในกองทุนทรัสต์

“ที่ปรึกษาทางการเงิน” หมายความว่า ที่ปรึกษาทางการเงินที่อยู่ในบัญชีรายชื่อที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ

<sup>3</sup> “ค่าเช่า” หมายความว่า ค่าตอบแทนที่ได้รับจากการให้เช่า การให้ใช้พื้นที่ หรือการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการให้เช่าหรือให้ใช้พื้นที่ แล้วแต่กรณี

“ตลาดหลักทรัพย์” หมายความว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ข้อ 2 ประกาศนี้

(1) เป็นข้อกำหนดที่ใช้ประกอบกับข้อกำหนดตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(2) เป็นการกำหนดรายการในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ข้อ 3 สัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ให้ประกอบด้วยรายการอย่างน้อยดังต่อไปนี้

- (1) รายการเกี่ยวกับการก่อตั้งกองทุน
- (2) รายการเกี่ยวกับหน่วยทรัสต์
- (3) รายการเกี่ยวกับการเพิ่มทุนของกองทุน
- (4) รายการเกี่ยวกับการลดทุนชำระแล้วของกองทุน
- (5) รายการเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นทรัสต์

<sup>3</sup> แก้ไขโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(6) รายการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนหน่วยทรัสต์ การโอนหน่วยทรัสต์และข้อจำกัดการโอน และการออกเอกสารแสดงสิทธิ

(7) รายการเกี่ยวกับการลงทุนของกองทรัสต์

(8) รายการเกี่ยวกับการจัดหาผลประโยชน์ของกองทรัสต์

(9) รายการเกี่ยวกับการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ และการก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์

(10) รายการเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

(11) รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมระหว่างกองทรัสต์กับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องโยงกันกับผู้จัดการกองทรัสต์

(11/1)<sup>4</sup> รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมที่เป็นการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกองทรัสต์กับทรัสต์

(12) รายการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์

(13) รายการเกี่ยวกับการจ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์

(14) รายการเกี่ยวกับการขอมติและการประชุมผู้ถือหน่วยทรัสต์

(15) รายการเกี่ยวกับการจำกัดสิทธิในการรับประโยชน์ตอบแทน การจัดการกับประโยชน์ตอบแทนและสิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหน่วยทรัสต์

(16) รายการเกี่ยวกับทรัสต์

(17) รายการเกี่ยวกับผู้จัดการกองทรัสต์

(18) รายการเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่าย

(19) รายการเกี่ยวกับการแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(20) รายการเกี่ยวกับการเลิกกองทรัสต์

ข้อ 4 รายการเกี่ยวกับการก่อตั้งกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ลักษณะของกองทรัสต์และกลไกการบริหาร ซึ่งมีข้อความที่มึนัยสำคัญดังต่อไปนี้

<sup>4</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(ก) .....(ชื่อกองทรัสต์)..... เป็นกองทรัสต์ตามพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อ  
 ธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ที่ก่อตั้งขึ้นด้วยผลของสัญญาก่อตั้งทรัสต์นี้ และสมบูรณ์เมื่อ  
 ผู้ก่อตั้งทรัสต์โอนเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยทรัสต์ ด้วยความไว้วางใจให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สิน  
 เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยทรัสต์

(ข) กองทรัสต์นี้ไม่มีสถานะเป็นนิติบุคคล โดยเป็นกองทรัพย์สินที่อยู่ในชื่อและอำนาจ  
 การจัดการของทรัสต์

(ค) <sup>5</sup> การจัดการกองทรัสต์ จะกระทำโดยทรัสต์และผู้จัดการกองทรัสต์ที่ได้รับ  
 มอบหมายจากทรัสต์ซึ่งได้รับการแต่งตั้งตามสัญญานี้ โดยมีขอบเขตอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบ  
 ตามที่ปรากฏในรายการเกี่ยวกับอำนาจหน้าที่ของทรัสต์และผู้จัดการกองทรัสต์ ในกรณีนี้ ผู้จัดการ  
 กองทรัสต์มีอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบหลักที่เกี่ยวข้องกับการดูแลจัดการกองทรัสต์ ซึ่งรวมถึง  
 การลงทุนในทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์ และทรัสต์มีอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบหลักในการ  
 กำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์และผู้รับมอบหมายรายอื่น (ถ้ามี) ให้เป็นไปตาม  
 สัญญาและตามกฎหมาย ตลอดจนการเก็บรักษาทรัพย์สินของกองทรัสต์ ทั้งนี้ ในกรณีที่กองทรัสต์  
 มีนโยบายการลงทุนในทรัพย์สินอื่นที่มีใช่ทรัพย์สินหลัก การจัดการลงทุนในทรัพย์สินอื่นดังกล่าวอาจ  
 ดำเนินการโดยทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือบุคคลอื่นที่ทรัสต์หรือผู้จัดการกองทรัสต์มอบหมาย  
 โดยจะเป็นไปตามที่ระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์นี้

(ง) ผู้จัดการกองทรัสต์และทรัสต์ จะปฏิบัติหน้าที่ในฐานะที่เป็นผู้ที่มีวิชาชีพซึ่งได้รับ  
 ความไว้วางใจ ด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหน่วยทรัสต์  
 โดยรวม และเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนข้อผูกพันที่ได้ให้ไว้  
 เพิ่มเติมในเอกสารที่เปิดเผยเพื่อประโยชน์ในการเสนอขายหน่วยทรัสต์แก่ผู้ลงทุน (ถ้ามี)

(2) ชื่อ อายุ ประเภท และวัตถุประสงค์ของกองทรัสต์

(3) ชื่อ ที่อยู่ และหมายเลขโทรศัพท์ของผู้ก่อตั้งทรัสต์ และข้อความที่แสดงว่า ผู้ก่อตั้ง  
 ทรัสต์ตกลงโอนเงินที่ได้จากการจำหน่ายหน่วยทรัสต์ด้วยความไว้วางใจให้ทรัสต์จัดการทรัพย์สินเพื่อ  
 ประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ของกองทรัสต์ และเมื่อกองทรัสต์มีผลสมบูรณ์แล้ว ผู้ก่อตั้งทรัสต์จะเข้า  
 เป็นผู้จัดการกองทรัสต์

<sup>5</sup> แก้ไขโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา  
 ก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(4) ชื่อ ที่อยู่ และหมายเลขโทรศัพท์ของทริสต์ และข้อความที่แสดงว่า ทริสต์ตกลงเข้าถือทรัพย์สินที่จะเป็นกองทริสต์ ซึ่งผู้ก่อตั้งทริสต์โอนให้แก่ทริสต์ด้วยความไว้วางใจให้จัดการทรัพย์สินดังกล่าว เพื่อประโยชน์ของผู้รับประโยชน์ตามสัญญาก่อตั้งทริสต์นี้

(5) ชื่อ ที่อยู่ และหมายเลขโทรศัพท์ของผู้จัดการกองทริสต์ และข้อความที่แสดงว่า ผู้จัดการกองทริสต์ตกลงเข้ารับดูแลจัดการทรัพย์สินของกองทริสต์ตามที่ได้รับมอบหมายจากทริสต์ โดยมีขอบเขต อำนาจ หน้าที่ และความรับผิดชอบตามที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทริสต์นี้ ตลอดจนสัญญาแต่งตั้งผู้จัดการกองทริสต์และข้อตกลงอื่นระหว่างผู้จัดการกองทริสต์และทริสต์ (ถ้ามี)

(6) คุณสมบัติหรือลักษณะของผู้รับประโยชน์ของกองทริสต์ ซึ่งมีข้อความที่แสดงว่า ผู้ถือหน่วยทริสต์ตามที่ปรากฏชื่อในทะเบียนผู้ถือหน่วยทริสต์ เป็นผู้รับประโยชน์ของกองทริสต์นี้

(7) ทรัพย์สินที่จะให้เป็นกองทริสต์ ทั้งนี้ ทรัพย์สินเริ่มต้นที่จะให้เป็นกองทริสต์ต้องเป็นเงินที่ผู้ก่อตั้ง ทริสต์ได้จากการจำหน่ายหน่วยทริสต์ในการเสนอขายหน่วยทริสต์ครั้งแรก

(8) วันที่จัดตั้งกองทริสต์

<sup>6</sup> ในกรณีกองทริสต์ที่แปลงมาจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ มิให้นำความใน (1) (ก) และ (7) มาใช้บังคับ โดยให้มีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญดังต่อไปนี้แทน

(1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับลักษณะของกองทริสต์และกลไกการบริหารจัดการ ให้มีข้อความที่มียุทธศาสตร์ว่า “.....(ชื่อกองทริสต์)..... เป็นกองทริสต์ตามพระราชบัญญัติทริสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ที่แปลงมาจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ...(ชื่อกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์)..... โดยกองทริสต์ก่อตั้งขึ้นด้วยผลของสัญญาก่อตั้งทริสต์นี้ และสมบูรณ์เมื่อผู้ก่อตั้งทริสต์ถือสิทธิในทางทรัพย์สินให้แก่ทริสต์ด้วยการเข้าทำสัญญาที่มีข้อผูกพันว่าผู้ก่อตั้งทริสต์จะดำเนินการเพื่อให้กองทริสต์ได้มาซึ่งทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่แปลงสภาพ โดยแลกกับการที่กองทริสต์จะจำหน่ายหน่วยทริสต์ที่ออกใหม่ทั้งหมดให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น”

(2) ข้อกำหนดเกี่ยวกับทรัพย์สินที่จะให้เป็นกองทริสต์ ให้มีข้อความเกี่ยวกับทรัพย์สินเริ่มต้นที่จะให้เป็นกองทริสต์ที่มีนัยสำคัญว่า “ทรัพย์สินเริ่มต้นของกองทริสต์ ได้แก่ สัญญาระหว่างผู้ก่อตั้งทริสต์กับทริสต์ ซึ่งผู้ก่อตั้งทริสต์ได้ถือสิทธิในทางทรัพย์สินให้แก่ทริสต์โดยการเข้าผูกพันว่าจะดำเนินการเพื่อให้กองทริสต์ได้มาซึ่งทรัพย์สินของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่แปลงสภาพ โดยแลกกับการที่กองทริสต์จะจำหน่ายหน่วยทริสต์ที่ออกใหม่ทั้งหมดให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น

<sup>6</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 42/2556 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทริสต์ของทริสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556

ข้อ 5 รายการเกี่ยวกับหน่วยทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ข้อกำหนดที่แสดงว่า สิทธิในการได้รับประโยชน์จากกองทรัสต์ให้แบ่งออกเป็นหน่วยหน่วยละเท่า ๆ กัน เรียกว่าหน่วยทรัสต์ โดยหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดให้สิทธิแก่ผู้ถือเท่า ๆ กันในการเป็นผู้รับประโยชน์จากกองทรัสต์

(2) ข้อกำหนดที่แสดงว่า หน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์นี้ มิได้ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการขายคืนหรือไถ่ถอน

(3) ลักษณะการแบ่งชนิดของหน่วยทรัสต์ (ถ้ามี)

(4) จำนวนและมูลค่ารวมของหน่วยทรัสต์ที่ออกครั้งแรก รวมทั้งจำนวนและมูลค่ารวมของหน่วยทรัสต์ที่ออกเพิ่มเติม (ถ้ามี) ซึ่งคำนวณตามมูลค่าที่ตราไว้ โดยในกรณีที่มีการแบ่งหน่วยทรัสต์ออกเป็นหลายชนิด ให้แสดงแยกเป็นรายชนิดด้วย

ข้อ 6 รายการเกี่ยวกับการเพิ่มทุนของกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การกำหนดอำนาจหน้าที่ให้ผู้จัดการกองทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการเพิ่มทุน

(2) เหตุในการเพิ่มทุน

(3) กระบวนการเพิ่มทุน ซึ่งต้องมีข้อกำหนดขั้นต่ำดังต่อไปนี้

(ก) การเพิ่มทุนของกองทรัสต์จะกระทำต่อเมื่อไม่ขัดหรือแย้งกับเจตนารมณ์ในการก่อตั้งกองทรัสต์ และบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ตลอดจนประกาศ กฎ หรือคำสั่งที่ออกโดยอาศัยอำนาจแห่งกฎหมายดังกล่าว

(ข) ที่ประชุมผู้ถือหน่วยทรัสต์มีมติอนุมัติให้เพิ่มทุน และเป็นไปตามหลักเกณฑ์เพิ่มเติมดังต่อไปนี้

1. การเพิ่มทุนโดยเสนอขายหน่วยทรัสต์เป็นการเฉพาะเจาะจงให้แก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์บางราย ต้องไม่มีผู้ถือหน่วยทรัสต์ซึ่งถือหน่วยทรัสต์รวมกันเกินกว่าร้อยละสิบของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงคัดค้านการเพิ่มทุน

2. ในกรณีที่เป็นการขอมติของผู้ถือหน่วยทรัสต์เพื่อการเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป ให้กระทำได้เฉพาะกรณีที่แสดงไว้อย่างชัดเจนว่าการจัดสรรหน่วยทรัสต์เพิ่มทุนจะเป็นไปตามอัตราและหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเปิดเผยสารสนเทศ และการปฏิบัติการใด ๆ เกี่ยวกับการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียน โดยอนุโลม และตามแนวทางที่สำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดในรายละเอียด

เพื่อให้เกิดความชัดเจนในทางปฏิบัติ (ถ้ามี) รวมทั้งมีข้อกำหนดให้การเพิ่มทุนต้องกระทำไปแล้วเสร็จภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือบอร์ดมีมติให้เพิ่มทุน

(ค) ในกรณีที่เป็นการเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินหลักเพิ่มเติม ได้ผ่านกระบวนการตามข้อ 11 และหากเป็นการทำธุรกรรมระหว่างกองทรัสต์กับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับผู้จัดการกองทรัสต์ ต้องผ่านการดำเนินการตามข้อ 19 ด้วย

(ง) ผู้จัดการกองทรัสต์ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ให้เสนอขายหน่วยทรัสต์ที่ออกใหม่

ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์ระบุแผนการเพิ่มทุนไว้เป็นการล่วงหน้าอย่างชัดเจนแล้ว และแสดงไว้โดยชัดแจ้งว่ากองทรัสต์ไม่มีวัตถุประสงค์ที่จะเพิ่มทุนของกองทรัสต์นอกเหนือจากที่ได้ระบุไว้แล้วนั้น สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะกำหนดให้การเพิ่มทุนสามารถกระทำได้โดยไม่ต้องผ่านกระบวนการตามวรรคหนึ่ง (3) (ข) ก็ได้

ข้อ 7 รายการเกี่ยวกับการลดทุนชำระแล้วของกองทรัสต์ ให้มีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การกำหนดอำนาจหน้าที่ให้ผู้จัดการกองทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการลดทุนชำระแล้ว

(2) เหตุในการลดทุนชำระแล้ว ซึ่งมีได้เฉพาะในกรณีดังต่อไปนี้

(ก) เป็นการลดทุนชำระแล้วตามแผนที่กำหนดไว้อย่างชัดเจนในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(ข) กองทรัสต์มีสภาพคล่องส่วนเกินที่เหลืออยู่ภายหลังการจำหน่ายอสังหาริมทรัพย์ หรือสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ หรือการตัดจำหน่ายสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (ถ้ามี) ทั้งนี้ ต้องปรากฏข้อเท็จจริงด้วยว่ากองทรัสต์ไม่มีกำไรสะสมเหลืออยู่แล้ว

(ค) กองทรัสต์มีการเพิ่มทุนเพื่อให้ได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม แต่ปรากฏเหตุขัดข้องในภายหลังทำให้ไม่สามารถได้มาซึ่งอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว

(ง) กองทรัสต์มีรายการค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสดและไม่มีเหตุต้องนำไปใช้ในการคำนวณกำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วของกองทรัสต์ตามข้อ 21

(จ) กรณีอื่นใดที่ผู้ถือหุ้นหรือบอร์ดมีมติให้ลดทุนชำระแล้วของกองทรัสต์ได้

(3) กระบวนการลดทุนชำระแล้ว ซึ่งต้องมีข้อกำหนดขั้นต่ำดังต่อไปนี้

(ก) การลดทุนชำระแล้วของกองทรัสต์จะกระทำต่อเมื่อไม่ขัดหรือแย้งกับเจตนารมณ์ในการก่อตั้งกองทรัสต์ และบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ตลอดจนประกาศ กฎ หรือคำสั่งที่ออกโดยอาศัยอำนาจแห่งกฎหมายดังกล่าว



(ข) ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์มีมติอนุมัติให้ลดทุนชำระแล้ว  
 (ค) ดำเนินการลดทุนชำระแล้วด้วยวิธีการลดมูลค่าหน่วยทรัสต์ให้ต่ำลงเท่านั้น  
 (ง) เฉลี่ยเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ที่มีชื่ออยู่ในสมุดทะเบียน ณ วันปิดสมุดทะเบียน  
 พักการโอนหน่วยทรัสต์ โดยคำนวณมูลค่าหน่วยทรัสต์ที่ใช้ในการลดทุนชำระแล้วจากมูลค่า  
 ทรัพย์สินสุทธิของกองทรัสต์ ณ วันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหน่วยทรัสต์ ทั้งนี้ เงินที่เฉลี่ยคืนต้อง  
 มีได้มาจากเงินกำไรของกองทรัสต์

<sup>7</sup> ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์มีข้อกำหนดที่ชัดเจนเกี่ยวกับการลดทุนชำระแล้วตาม  
 วรคหนึ่ง (2) (ก) (ข) (ค) หรือ (ง) สัญญาก่อตั้งทรัสต์จะมีข้อกำหนดให้กระบวนการลดทุนชำระแล้ว  
 สำหรับเหตุดังกล่าวสามารถกระทำได้โดยไม่ต้องได้รับมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ตามวรคหนึ่ง  
 (3)(ข) ก็ได้

ข้อ 8 รายการเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อย  
 ดังต่อไปนี้

(1) การเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์มิได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของตัวการตัวแทนระหว่าง  
 ผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์กับทรัสต์ และมีได้ก่อให้เกิดนิติสัมพันธ์ในลักษณะของการเป็นหุ้นส่วนหรือลักษณะอื่น ๆ  
 ระหว่างผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ด้วยกัน

(2) การเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์มิได้ทำให้บุคคลดังกล่าวมีความรับผิดชอบในกรณีที่ทรัพย์สินของ  
 กองทรัสต์ไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่ทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือเจ้าหน้าที่ของกองทรัสต์  
 โดยทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ และเจ้าหน้าที่ของกองทรัสต์จะบังคับชำระหนี้ได้จากทรัพย์สินของ  
 กองทรัสต์เท่านั้น

(3) ผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์มีสิทธิเรียกให้กองทรัสต์ชำระประโยชน์ตอบแทนได้ไม่เกินไปกว่าเงินกำไร  
 หลังหักค่าสำรองต่าง ๆ และสิทธิเรียกให้คืนเงินทุนได้ไม่เกินไปกว่าจำนวนทุนของกองทรัสต์ที่  
 ปรับปรุงด้วยส่วนเกินหรือส่วนต่ำกว่ามูลค่าหน่วยทรัสต์ ทั้งนี้ ในกรณีที่มีการแบ่งชนิดของ  
 หน่วยทรัสต์สิทธิในการรับประโยชน์ตอบแทนหรือรับคืนเงินทุนของผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดต้อง  
 เป็นไปตามข้อกำหนดของหน่วยทรัสต์ชนิดนั้น ๆ ด้วย

(4) ไม่ว่าในกรณีใด มิให้ตีความสัญญาก่อตั้งทรัสต์ไปในทางที่ก่อให้เกิดผลขัดหรือแย้งกับ  
 ข้อกำหนดตาม (1) (2) และ (3)

<sup>7</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา  
 ก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

ข้อ 9 รายการเกี่ยวกับการจัดทำทะเบียนหน่วยทรัสต์ การโอนหน่วยทรัสต์และข้อจำกัดการโอน และการออกเอกสารแสดงสิทธิ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ทรัสต์มีหน้าที่จัดให้มีทะเบียนหน่วยทรัสต์ โดยจะกำหนดให้ทรัสต์เป็นผู้ดำเนินการจัดทำทะเบียนหน่วยทรัสต์เอง หรือมอบหมายให้บุคคลอื่นตามขอบเขตที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ก็ได้ ทั้งนี้ ในกรณีที่ทรัสต์เป็นผู้จัดทำทะเบียนหน่วยทรัสต์เอง ต้องมีข้อกำหนดขั้นต่ำให้ทรัสต์ปฏิบัติให้เป็นไปตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้บริการเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ โดยอนุโลม

(2) ทะเบียนหน่วยทรัสต์ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่าถูกต้อง และการชำระเงินหรือทรัพย์สินอื่นรวมทั้งการให้สิทธิหรือการจำกัดสิทธิใด ๆ แก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่ปรากฏรายชื่ออยู่ในสมุดทะเบียนผู้ถือหน่วยทรัสต์ หากได้กระทำตามข้อกำหนดในข้อผูกพันหรือตามกฎหมายแล้ว ให้ถือว่าทรัสต์ได้ดำเนินการตามอำนาจหน้าที่แล้ว

(3) ทรัสต์หรือนายทะเบียนหลักทรัพย์มีสิทธิปฏิเสธการแสดงชื่อในทะเบียนผู้ถือหน่วยทรัสต์ ในกรณีที่การถือหน่วยทรัสต์ไม่เป็นไปตามอัตราที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(4) ทรัสต์หรือนายทะเบียนหลักทรัพย์จะทำหลักฐานแสดงสิทธิในหน่วยทรัสต์ให้แก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์เพื่อให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์สามารถใช้อ้างอิงต่อทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์ และบุคคลอื่นได้ ทั้งนี้ ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ให้แสดงตัวอย่างหลักฐานแสดงสิทธิด้วย หรือเป็นการจัดทำหลักฐานอื่นตามระบบศูนย์รับฝากหลักทรัพย์

ข้อ 10 รายการเกี่ยวกับการลงทุนของกองทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การลงทุนในทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) ต้องแสดงสาระสำคัญดังต่อไปนี้

(ก) นโยบายลงทุนและประเภททรัพย์สินหลักที่กองทรัสต์จะลงทุน รวมทั้งข้อจำกัดการลงทุน (ถ้ามี) ซึ่งมีสาระสำคัญตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(ข) วิธีการได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) ทั้งนี้ ในกรณีของทรัพย์สินหลัก ให้มีข้อกำหนดตามข้อ 11

(ค) วิธีการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) ทั้งนี้ ในกรณีของทรัพย์สินหลัก ให้มีข้อกำหนดตามข้อ 12

(2) ในกรณีที่กองทรัสต์มีนโยบายจะลงทุนหรือมีไว้ซึ่งทรัพย์สินอื่นด้วย นอกเหนือจากการลงทุนในทรัพย์สินหลัก ต้องระบุนโยบายดังกล่าวและประเภททรัพย์สินที่จะลงทุนให้ชัดเจน และเป็นไปตามหลักเกณฑ์ในข้อ 13

ข้อ 11 วิธีการได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ผู้จัดการกองทรัสต์จะดำเนินการดังต่อไปนี้ ก่อนการได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักแต่ละครั้ง

(ก) ตรวจสอบหรือสอบทาน (การทำ due diligence) ข้อมูลและสัญญาต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) เช่น ข้อมูลด้านการเงินและกฎหมาย เป็นต้น เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้อง โดยในกรณีที่เจ้าของ ผู้ให้เช่า หรือผู้โอนสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกับผู้จัดการกองทรัสต์ ผู้จัดการกองทรัสต์จะจัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงิน ให้ความเห็นเกี่ยวกับการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าวด้วย

(ข) ประเมินมูลค่าทรัพย์สินหลักอย่างน้อยตามข้อกำหนดในข้อ 18

(ค) ในกรณีที่กองทรัสต์จะลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ในลักษณะที่เป็นการเช่าช่วง จะจัดให้มีมาตรการป้องกันความเสี่ยงหรือการเยียวยาความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการผิดสัญญาเช่า หรือการไม่สามารถบังคับตามสิทธิในสัญญาเช่า

(2) การได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักเพิ่มเติม ต้องมีข้อกำหนดดังต่อไปนี้ด้วย

(ก) ในด้านสาระของรายการ เป็นธุรกรรมที่เข้าลักษณะดังต่อไปนี้

1. เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
2. เป็นไปเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของกองทรัสต์
3. สมเหตุสมผลและใช้ราคาที่เป็นธรรม
4. ค่าใช้จ่ายในการเข้าทำธุรกรรมที่เรียกเก็บจากกองทรัสต์ (ถ้ามี) อยู่ในอัตราที่เป็นธรรมและเหมาะสม

5. ผู้ที่มีส่วนได้เสียเป็นพิเศษในการเข้าทำธุรกรรม ไม่มีส่วนร่วมในการตัดสินใจเข้าทำธุรกรรมนั้น

(ข) ในด้านระบบในการอนุมัติ ต้องผ่านการดำเนินการดังต่อไปนี้

1. ได้รับความเห็นชอบจากทรัสต์ว่าเป็นธุรกรรมที่เป็นไปสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องแล้ว

2. ในกรณีที่เป็นการได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักที่มีมูลค่าตั้งแต่ร้อยละสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ขึ้นไป ต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ (board of directors) ของผู้จัดการกองทรัสต์ด้วย

3. ในกรณีที่เป็นการได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักที่มีมูลค่าตั้งแต่ร้อยละสามสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ ต้องได้รับมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

การคำนวณมูลค่าของทรัพย์สินหลักตามวรรคหนึ่ง จะคำนวณตามมูลค่าการได้มาซึ่งทรัพย์สินทั้งหมดของแต่ละโครงการที่ทำให้กองทรัสต์พร้อมจะหารายได้ ซึ่งรวมถึงทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับโครงการนั้นด้วย

(ค) กระบวนการขอความเห็นชอบจากทรัสต์หรือการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ ต้องกำหนดหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์และทรัสต์ดังต่อไปนี้

1. หน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ในการจัดให้เอกสารขอความเห็นชอบหรือหนังสือเชิญประชุม แล้วแต่กรณี แสดงความเห็นของตนเกี่ยวกับลักษณะธุรกรรมที่เป็นไปตาม (ก) พร้อมทั้งเหตุผลและข้อมูลประกอบที่ชัดเจน

2. หน้าที่ของทรัสต์ในการเข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์เพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับลักษณะของธุรกรรมในประเด็นว่าเป็นไปสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องหรือไม่

ข้อ 12 วิธีการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลักและอุปกรณ์ (ถ้ามี) ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยว่า ในการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลัก ผู้จัดการกองทรัสต์ต้องดำเนินการดังต่อไปนี้

(1) ก่อนการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลัก จะจัดให้มีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินหลักอย่างน้อยตามข้อกำหนดในข้อ 18

(2) การจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลัก ต้องมีสาระสำคัญเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(ก) การจำหน่ายไปจะกระทำโดยเปิดเผย และมีสาระของรายการตามข้อ 11(2) (ก) มีระบบในการอนุมัติตามข้อ 11(2) (ข) และมีกระบวนการขอความเห็นชอบจากทรัสต์หรือการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ตามข้อ 11(2) (ค) โดยอนุโลม

(ข) การจำหน่ายทรัพย์สินหลักที่เข้าลักษณะดังต่อไปนี้ นอกจากจะต้องเป็นไปตามข้อกำหนดใน (ก) แล้ว จะต้องเป็นกรณีที่เป็นการเหตุจำเป็นและสมควรโดยได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการ (board of directors) ของผู้จัดการกองทรัสต์ด้วย

1. การจำหน่ายทรัพย์สินหลักก่อนครบหนึ่งปีนับแต่วันที่กองทรัสต์ได้มาซึ่งทรัพย์สินหลักนั้น
2. การจำหน่ายทรัพย์สินหลักที่กองทรัสต์ได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์ ให้แก่เจ้าของเดิม

ข้อ 13 ในกรณีที่กองทรัสต์มีนโยบายจะลงทุนในทรัพย์สินอื่นด้วย นอกเหนือจากการลงทุนในทรัพย์สินหลัก ต้องมีข้อกำหนดที่มีสาระสำคัญดังต่อไปนี้

- (1) ประเภทของทรัพย์สินอื่นที่กองทรัสต์จะลงทุน ซึ่งเป็นไปตามข้อ 14 และข้อ 15
- (2) อัตราส่วนการลงทุนในทรัพย์สินอื่น ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศเกี่ยวกับอัตราส่วนการลงทุนในทรัพย์สินของกองทุนรวมทั่วไปที่ออกตามมาตรา 117 และมาตรา 126(4) แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยอนุโลม
- (3) ข้อกำหนดว่า ในกรณีที่ลูกหนี้ตามตราสารที่กองทรัสต์ลงทุนผิดนัดชำระหนี้ หรือมีพฤติการณ์ว่าจะไม่สามารถชำระหนี้ได้ ผู้จัดการกองทรัสต์จะดำเนินการตามหลักเกณฑ์ในเรื่องเดียวกันที่กำหนดไว้สำหรับกองทุนรวมทั่วไปที่ออกตามมาตรา 117 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยอนุโลม
- (4) ข้อกำหนดอื่นใดที่ไม่ขัดหรือแย้งกับข้อกำหนดตาม (1) (2) และ (3)

ข้อ 14 ในกรณีที่กองทรัสต์มีนโยบายจะลงทุนในทรัพย์สินอื่นด้วย นอกเหนือจากการลงทุนในทรัพย์สินหลัก ต้องระบุนโยบายดังกล่าวและประเภททรัพย์สินที่จะลงทุนให้ชัดเจน โดยอยู่ในขอบเขตประเภททรัพย์สินดังต่อไปนี้

- (1) พันธบัตรรัฐบาล
- (2) ตัวเงินคลัง
- (3) พันธบัตรหรือหุ้นกู้ที่รัฐวิสาหกิจ หรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้นเป็นผู้ออก และมีกระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ยเต็มจำนวนแบบไม่มีเงื่อนไข
- (4) เงินฝากในธนาคาร หรือบริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย
- (5) บัตรเงินฝากที่ธนาคารหรือบริษัทเงินทุนเป็นผู้ออก โดยไม่มีลักษณะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแฝง
- (6) ตัวแลกเงินหรือตัวสัญญาใช้เงินที่ธนาคาร บริษัทเงินทุน หรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ เป็นผู้ออก ผู้รับรอง ผู้รับอวัล หรือผู้ค้ำประกัน โดยไม่มีลักษณะของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าแฝง
- (7) หน่วยลงทุนหรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ตราสารแห่งหนึ่ง หรือกองทุนรวมอื่นที่มีนโยบายการลงทุนในตราสารแห่งหนึ่งหรือเงินฝาก ทั้งนี้ ในกรณีที่หน่วยลงทุนของต่างประเทศ ต้องเป็นไปตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

(ก) เป็นหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลด้านหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสามัญของ International Organization of Securities Commissions (IOSCO) หรือเป็นหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศที่มีการซื้อขายในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges(WFE)

(ข) กองทุนรวมต่างประเทศนั้นมีนโยบายการลงทุนในทรัพย์สินประเภทและชนิดเดียวกับทรัพย์สินที่กองทรัสต์สามารถลงทุนหรือมีไว้ได้ และ

(ค) กองทุนรวมต่างประเทศนั้นจัดตั้งขึ้นเพื่อผู้ลงทุนทั่วไป

(8) หน่วยลงทุนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือหน่วยทรัสต์ของกองทรัสต์อื่น ทั้งนี้ เฉพาะที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทย

(9) ตราสารของ Real Estate Investment Trust ที่จัดตั้งตามกฎหมายต่างประเทศ ไม่ว่ากองทรัสต์นั้นจะจัดตั้งในรูปบริษัท กองทรัสต์ หรือรูปแบบอื่นใด ทั้งนี้ ต้องมีลักษณะดังต่อไปนี้

(ก) Real Estate Investment Trust นั้นจัดตั้งขึ้นสำหรับผู้ลงทุนทั่วไป และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานที่กำกับดูแลด้านหลักทรัพย์และตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกสามัญของ International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

(ข) มีวัตถุประสงค์หลักในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หุ้นสามัญของบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges (WFE) หรือหุ้นสามัญของบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจเทียบเคียงได้กับหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

(ค) มีการซื้อขายในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่เป็นสมาชิกของ World Federation of Exchanges (WFE) หรือมีการรับซื้อคืนโดยผู้ออกตราสาร

(10) สัญญาซื้อขายล่วงหน้า เฉพาะกรณีที่ทำสัญญาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความเสี่ยงของกองทรัสต์

การรับรอง รับอวัล หรือค้ำประกัน แล้วแต่กรณี ตามวรรคหนึ่ง (6) ต้องเป็นการรับรองตลอดไป รับอวัลทั้งจำนวน หรือค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ยเต็มจำนวนอย่างไม่มีเงื่อนไข

ข้อ 15 สัญญาก่อตั้งทรัสต์อาจกำหนดให้กองทรัสต์ลงทุนในหุ้นของนิติบุคคลซึ่งเป็นผู้เช่าทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์ได้ เมื่อเป็นไปตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

(1) สัญญาเช่ากำหนดค่าเช่าโดยอ้างอิงกับผลประกอบการของทรัพย์สินหลักของกองทรัสต์ และ

(2) เป็นการลงทุนในหุ้นที่ให้สิทธิพิเศษเพื่อประโยชน์ในการอนุมัติการดำเนินงานบางประการของนิติบุคคล (golden share) ตามที่ได้กำหนดไว้ในข้อบังคับของนิติบุคคลนั้น ไม่เกินหนึ่งหุ้น

ข้อ 16 รายการเกี่ยวกับการจัดหาผลประโยชน์ของกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และข้อกำหนดเพิ่มเติมที่แสดงว่า ผู้จัดการกองทรัสต์จะดูแลรักษาทรัพย์สินหลักให้อยู่ในสภาพดีพร้อมต่อการจัดหารายได้ ซึ่งรวมถึงการจัดให้มีการประกันภัยที่เพียงพอตลอดระยะเวลาที่กองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินหลักนั้นด้วย

การประกันภัยที่เพียงพอตามวรรคหนึ่ง อย่างน้อยต้องครอบคลุมถึงการประกันวินาศภัยที่อาจเกิดขึ้นกับอสังหาริมทรัพย์ และการประกันภัยความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกที่อาจได้รับความเสียหายจากอสังหาริมทรัพย์หรือจากการดำเนินการในอสังหาริมทรัพย์

ข้อ 17 รายการการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ และการก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ข้อกำหนดที่แสดงว่า กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้หรือไม่ ด้วยวิธีการใด เช่น การขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน หรือการออกตราสารหรือเข้าทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืม เป็นต้น

(2) ในกรณีที่กำหนดให้กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้ ต้องระบุสัดส่วนการกู้ยืมเงินซึ่งต้องเป็นไปตามอัตราที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(3) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการก่อภาระผูกพันแก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์ ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ข้อ 18 รายการเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ต้องมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินหลักที่กองทรัสต์ลงทุน ซึ่งมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการให้ความเห็นชอบบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินและผู้ประเมินหลัก

(2) การประเมินมูลค่าต้องไม่กระทำโดยผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินรายเดียวกันติดต่อกันเกินสองครั้ง

(3) ในกรณีดังต่อไปนี้ ต้องประเมินมูลค่าอย่างเต็มรูปแบบที่มีการตรวจสอบเอกสารสิทธิ และเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะในการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

(ก) เมื่อกองทรัสต์จะได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลัก โดยให้ประเมินล่วงหน้าได้เป็นเวลาไม่เกินหนึ่งปี

(ข) เมื่อครบกำหนดสองปีนับแต่วันที่มีการประเมินมูลค่าเต็มรูปแบบครั้งล่าสุด

(ค) เมื่อปรากฏเหตุการณ์หรือการเปลี่ยนแปลงใด ๆ อันอาจมีผลกระทบต่อ การด้อยค่าของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ

(ง) เมื่อทรัสต์หรือผู้สอบบัญชีของกองทรัสต์ร้องขอ

(4) มีการสอบทานการประเมินมูลค่าทุกหนึ่งปีนับแต่วันที่มีการประเมินมูลค่าเต็มรูปแบบ ครั้งล่าสุด

<sup>8</sup> ในกรณีกองทรัสต์ที่แปลงมาจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมที่มี สาระสำคัญว่า การประเมินมูลค่าและการสอบทานการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของกองทรัสต์จะกระทำ อย่างต่อเนื่องกับรอบการประเมินมูลค่าและการสอบทานการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์นั้น

ข้อ 19 รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมระหว่างทรัสต์กับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคล ที่เกี่ยวข้องกันกับผู้จัดการกองทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยตามหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ในด้านสาระของรายการ เป็นธุรกรรมที่เข้าลักษณะตามข้อ 11(2) (ก)

(2) ในด้านระบบในการอนุมัติ ต้องผ่านการดำเนินการดังต่อไปนี้

(ก) ได้รับความเห็นชอบจากทรัสต์ว่าเป็นธุรกรรมที่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และ กฎหมายที่เกี่ยวข้องแล้ว

(ข) ในกรณีที่ เป็นธุรกรรมที่มีมูลค่าเกินกว่าหนึ่งล้านบาท หรือตั้งแต่ร้อยละ 0.03 ของ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทรัสต์ขึ้นไป แล้วแต่มูลค่าใดจะสูงกว่า ต้องได้รับอนุมัติจาก คณะกรรมการ (board of directors) ของผู้จัดการกองทรัสต์ด้วย

(ค) ในกรณีที่ เป็นธุรกรรมที่มีมูลค่าตั้งแต่ยี่สิบล้านบาทขึ้นไป หรือเกินร้อยละสามของ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทรัสต์ แล้วแต่มูลค่าใดจะสูงกว่า ต้องได้รับมติของที่ประชุมผู้ถือ หน่วยทรัสต์ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นทรัสต์ที่มา ประชุมและมีสิทธิออกเสียง

<sup>8</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 42/2556 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธ.ค. 2556 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 ธ.ค. 2556



ในกรณีที่ธุรกรรมตามวรรคหนึ่งเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลัก การคำนวณมูลค่าจะคำนวณตามมูลค่าการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินทั้งหมดของแต่ละ โครงการที่ทำให้โครงการนั้นๆ พร้อมจะหารายได้ ซึ่งรวมถึงทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับโครงการนั้นด้วย

(3) กระบวนการขอความเห็นชอบจากทรัสต์หรือการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ ต้องเป็นไปตามข้อ 11(2) (ค) โดยอนุโลม และในกรณีที่เป็นการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ หนังสือเชิญประชุมต้องมีความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อประกอบการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ด้วย

ข้อกำหนดเกี่ยวกับระบบในการอนุมัติตามวรรคหนึ่ง (2) และกระบวนการขอความเห็นชอบจากทรัสต์หรือการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ตามวรรคหนึ่ง (3) จะกำหนดข้อยกเว้นสำหรับการทำธุรกรรมระหว่างกองทรัสต์กับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับผู้จัดการกองทรัสต์ที่ได้แสดงข้อมูลไว้อย่างชัดเจนแล้วในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนก็ได้

ข้อ 19/1<sup>9</sup> รายการเกี่ยวกับการทำธุรกรรมที่เป็นการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกองทรัสต์กับทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญที่ไม่ขัดหรือแย้งกับมาตรา 31 แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 และตามประกาศที่ออกโดยอาศัยอำนาจแห่งบทบัญญัติดังกล่าว

ข้อ 20 รายการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์อย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ต้องกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์มีหน้าที่และความรับผิดชอบในการจัดทำและเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ และผู้ถือหุ้นทรัสต์ ซึ่งรวมถึงการจัดส่งรายงานประจำปีของกองทรัสต์ให้แก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ พร้อมกับหนังสือนัดประชุมสามัญประจำปี

(2) ไม่มีข้อกำหนดใด ๆ ที่ทำให้กองทรัสต์ต้องรับผิดชอบในค่าปรับหรือความเสียหายใด ๆ อันเกิดจากการที่ผู้จัดการกองทรัสต์ไม่เปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้อง ครบถ้วน เป็นปัจจุบัน ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด หรือเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จ ปกปิดข้อมูลที่ควรต้องแจ้งให้ทราบหรือข้อความที่อาจทำให้สำคัญผิดเกี่ยวกับการดำเนินงานหรือฐานะการเงินของกองทรัสต์

<sup>9</sup> เพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

ข้อ 21 รายการเกี่ยวกับการจ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ผู้จัดการกองทรัสต์จะจ่ายประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นทรัพย์สินไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบของกำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วของรอบปีบัญชี โดยจะจ่ายภายในเก้าสิบวันนับแต่วันสิ้นรอบปีบัญชีหรือรอบระยะเวลาบัญชีที่มีการจ่ายประโยชน์ตอบแทนนั้น แล้วแต่กรณี

กำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วตามวรรคหนึ่ง ให้หมายถึงกำไรสุทธิที่อ้างอิงสถานะเงินสดของกองทรัสต์

(2) ในกรณีที่กองทรัสต์ยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ผู้จัดการกองทรัสต์จะไม่จ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน

ข้อ 22 รายการเกี่ยวกับการขอมติและการประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) วิธีการขอมติ ต้องกำหนดให้ขอมติด้วยวิธีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สินเท่านั้น

(2) เหตุในการขอมติและการประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน ต้องระบุเหตุอย่างน้อยตามที่กำหนดไว้ในประกาศนี้ และต้องมีข้อกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์จัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สินอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(ก) การประชุมสามัญประจำปี ซึ่งต้องจัดให้มีขึ้นภายในสี่เดือนนับแต่วันสิ้นรอบปีบัญชีของกองทรัสต์

(ข) การประชุมวิสามัญในกรณีดังต่อไปนี้

1. เมื่อผู้จัดการกองทรัสต์เห็นสมควรให้เรียกประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ในการจัดการกองทรัสต์

2. เมื่อผู้ถือหุ้นทรัพย์สินซึ่งถือหุ้นทรัพย์สินรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของจำนวนหน่วยทรัสต์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด เข้าชื่อกันทำหนังสือขอให้ผู้จัดการกองทรัสต์เรียกประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน โดยระบุเหตุผลในการขอเรียกประชุมไว้อย่างชัดเจนในหนังสือนั้น

การประชุมวิสามัญตามวรรคหนึ่ง 2. ต้องมีข้อกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์จัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สินภายในหนึ่งเดือนนับแต่ได้รับหนังสือจากผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน การเรียกประชุมผู้ถือหุ้นทรัพย์สิน ให้จัดทำเป็นหนังสือนัดประชุม ระบุสถานที่ วัน เวลา ระเบียบวาระการประชุม และเรื่องที่จะเสนอต่อที่ประชุมพร้อมด้วยรายละเอียดตามสมควร โดยระบุให้ชัดเจนว่าเป็นเรื่องที่จะเสนอเพื่อทราบ เพื่ออนุมัติ หรือเพื่อพิจารณา แล้วแต่กรณี รวมทั้งความเห็นของผู้จัดการกองทรัสต์ในเรื่องดังกล่าว ซึ่งรวมถึงผลกระทบที่ผู้ถือหุ้นทรัพย์สินอาจได้รับจากการลงมติในเรื่องนั้น

และจัดส่งให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์ทราบไม่น้อยกว่าเจ็ดวันก่อนวันประชุม ทั้งนี้ ให้ประกาศการนัดประชุมในหนังสือพิมพ์รายวันแห่งท้องถิ่นอย่างน้อยหนึ่งฉบับไม่น้อยกว่าสามวันก่อนวันประชุมด้วย

(3) องค์ประชุม ต้องกำหนดให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์มาประชุมไม่น้อยกว่ายี่สิบห้าคนหรือไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนผู้ถือหน่วยทรัสต์ทั้งหมด และต้องมีหน่วยทรัสต์นับรวมกันไม่น้อยกว่าหนึ่งในสามของจำนวนหน่วยทรัสต์ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด จึงจะเป็นองค์ประชุม

(5) วิธีการนับคะแนนเสียง ต้องกำหนดให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์มีคะแนนเสียง หนึ่งเสียงต่อหนึ่งหน่วยทรัสต์ที่ตนถือ โดยผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนต้องไม่เป็นผู้ที่มีส่วนได้เสียเป็นพิเศษในเรื่องที่พิจารณา

(6) มติของผู้ถือหน่วยทรัสต์ ต้องกำหนดอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(ก) ในกรณีทั่วไป ให้ถือคะแนนเสียงข้างมากของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน

(ข) ในกรณีดังต่อไปนี้ ให้ถือคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน

1. การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลักที่มีมูลค่าตั้งแต่ร้อยละสามสิบของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์

2. การเพิ่มทุนหรือการลดทุนชำระแล้วของกองทรัสต์ที่ได้ระบุไว้เป็นการล่วงหน้าในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

3. การเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไปของกองทรัสต์

4. การทำธุรกรรมกับผู้จัดการกองทรัสต์หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับผู้จัดการกองทรัสต์ ซึ่งมีขนาดรายการตั้งแต่ยี่สิบล้านบาท หรือเกินกว่าร้อยละสามของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทรัสต์ แล้วแต่มูลค่าใดจะสูงกว่า

5. การเปลี่ยนแปลงผลประโยชน์ตอบแทนและการคืนเงินทุนให้ผู้ถือหน่วยทรัสต์

6. การเปลี่ยนแปลงทรัสต์

7. การแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในเรื่องที่กระทบสิทธิของผู้ถือหน่วยทรัสต์อย่างมีนัยสำคัญ

8. การเลิกกองทรัสต์

(7) ข้อความที่แสดงว่า มติของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่จะเป็นผลให้กองทรัสต์หรือการจัดการกองทรัสต์มีลักษณะที่ขัดหรือแย้งกับหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศนี้ หรือหลักเกณฑ์อื่นตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 หรือพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ให้ถือว่ามตินั้นไม่มีผลบังคับ

ข้อ 23 ในกรณีที่กองทรัสต์มีการแบ่งหน่วยทรัสต์ออกเป็นหลายชนิด รายการเกี่ยวกับการขอมติและการออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหน่วยทรัสต์ต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมที่ให้ผลดังต่อไปนี้

(1) การขอมติในเรื่องที่มีผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหน่วยทรัสต์ทุกชนิด เช่น การเลิกกองทรัสต์ เป็นต้น ต้องได้รับคะแนนเสียงของผู้ถือหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดเกินกึ่งหนึ่งของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงด้วย

(2) การขอมติในเรื่องที่มีผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหน่วยทรัสต์ชนิดหนึ่งชนิดใด เช่น การคิดค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของหน่วยทรัสต์แต่ละชนิดเพิ่มเติม เป็นต้น ให้ผู้จัดการกองทรัสต์ขอมติเฉพาะจากผู้ถือหน่วยทรัสต์ชนิดนั้น

ข้อ 24 รายการเกี่ยวกับการจำกัดสิทธิในการรับประโยชน์ตอบแทน การจัดการกับประโยชน์ตอบแทน และสิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหน่วยทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) จำกัดสิทธิในการรับประโยชน์ตอบแทนของผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่ถือหน่วยทรัสต์เกินกว่าอัตราหรือไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกำหนดให้ประโยชน์ตอบแทนในส่วนที่ไม่อาจจ่ายแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ดังกล่าวตกเป็นของผู้ถือหน่วยทรัสต์รายอื่นตามสัดส่วนการถือหน่วยทรัสต์

(2) จำกัดสิทธิในการใช้สิทธิออกเสียงลงคะแนนของผู้ถือหน่วยทรัสต์ดังต่อไปนี้

(ก) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่ถือหน่วยทรัสต์เกินกว่าอัตราหรือไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ เฉพาะในส่วนที่เกินกว่าอัตราหรือไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว

(ข) ผู้ถือหน่วยทรัสต์ที่มีส่วนได้เสียเป็นพิเศษในเรื่องที่ขอมติ

ข้อ 25<sup>10</sup> รายการเกี่ยวกับทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบของทรัสต์ที่แสดงสาระสำคัญดังต่อไปนี้

<sup>10</sup> แก้ไขโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(ก) กำหนดให้ทรัสต์ปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นทรัสต์โดยรวม และเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนข้อผูกพันที่ได้ให้ไว้เพิ่มเติมในเอกสารที่เปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (ถ้ามี) และต้องไม่มีข้อจำกัดความรับผิดชอบของทรัสต์ในกรณีที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว

(ข) กำหนดให้ทรัสต์มีหน้าที่ติดตามดูแลให้ผู้จัดการกองทรัสต์ หรือผู้รับมอบหมายงานรายอื่นตาม (ข) (ถ้ามี) ปฏิบัติหน้าที่ให้เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และสัญญาอื่นที่เกี่ยวข้อง กำหนดให้ทรัสต์มีหน้าที่เข้าร่วมประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ และให้ความเห็นเกี่ยวกับเรื่องที่ขอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทรัสต์ลงมติว่า เป็นกรณีที่เป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องหรือไม่

(ค) กำหนดให้ทรัสต์มีหน้าที่บังคับชำระหนี้หรือดูแลให้มีการบังคับชำระหนี้เพื่อให้เป็นไปตามสัญญาระหว่างกองทรัสต์กับบุคคลอื่น

(ง) กำหนดให้ทรัสต์เข้าจัดการกองทรัสต์ในกรณีที่ไม่มีผู้จัดการกองทรัสต์ หรือมีเหตุที่ทำให้ผู้จัดการกองทรัสต์ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ในประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(ฉ) กำหนดให้ทรัสต์มีสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบอื่นตามที่กำหนดไว้ในประกาศนี้ และประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์ และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(ช) ในกรณีที่ทรัสต์ประสงค์จะจัดการกองทรัสต์ในส่วนที่เกี่ยวกับการลงทุนในทรัพย์สินอื่นที่มีหลักทรัพย์เป็นหลักด้วยตนเอง หรือมอบหมายให้บุคคลอื่นนอกเหนือจากผู้จัดการกองทรัสต์เป็นผู้รับดำเนินการ ให้ระบุเรื่องดังกล่าวไว้ให้ชัดเจน โดยต้องไม่มีสาระสำคัญที่ขัดหรือแย้งกับประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเป็นผู้ก่อตั้งทรัสต์และการเป็นทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(2) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการแต่งตั้ง เจือจางและวิธีการเปลี่ยนแปลง ตลอดจนค่าตอบแทนทรัสต์

ข้อ 26 รายการเกี่ยวกับผู้จัดการกองทรัสต์ ต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมที่แสดงสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การแต่งตั้งและค่าตอบแทนผู้จัดการกองทรัสต์

(2) ขอบเขตอำนาจหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ที่ได้รับมอบหมายจากทรัสต์ในเรื่องดังต่อไปนี้

(ก) การดูแลจัดการกองทรัสต์ในส่วนที่เป็นการดำเนินงานทางธุรกิจ ซึ่งรวมถึงการลงทุน การกู้ยืมเงินและก่อภาระผูกพันแก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์ การเข้าทำสัญญา และการดำเนินกิจการต่าง ๆ เพื่อกองทรัสต์ ทั้งนี้ ภายในขอบเขต หลักเกณฑ์ และเงื่อนไขเท่าที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์ได้ระบุไว้

(ข) หน้าที่การจัดทำและเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ ซึ่งรวมถึงข้อมูลตามมาตรา 56 และมาตรา 57 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และข้อมูลอื่นตามที่กำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

(ค) <sup>11</sup> ในกรณีที่ผู้จัดการกองทรัสต์ประสงค์จะให้บุคคลอื่นรับดำเนินการในงานที่อยู่ในความรับผิดชอบของตน ต้องระบุเรื่องดังกล่าวพร้อมทั้งระบุหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ในการคัดเลือกผู้รับดำเนินการด้วยความรอบคอบระมัดระวัง ตลอดจนการกำกับและตรวจสอบการดำเนินการของผู้รับดำเนินการไว้ด้วย ทั้งนี้ ข้อกำหนดเกี่ยวกับการมอบหมายงานต้องไม่มีสาระที่ขัดหรือแย้งกับประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานในการปฏิบัติงาน

(3) ผู้จัดการกองทรัสต์ต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหน่วยทรัสต์โดยรวม และเป็นไปตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนข้อผูกพันที่ได้ให้ไว้เพิ่มเติมในเอกสารที่เปิดเผยแก่ผู้ลงทุน (ถ้ามี) และต้องไม่มีข้อจำกัดความรับผิดชอบของผู้จัดการกองทรัสต์ในกรณีที่ไม่ปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว

(4) การเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทรัสต์ ซึ่งต้องกำหนดรายการและสาระอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(ก) เหตุในการเปลี่ยนแปลงผู้จัดการกองทรัสต์ ต้องกำหนดไว้อย่างน้อยดังต่อไปนี้

1. ผู้จัดการกองทรัสต์ลาออก
2. ผู้จัดการกองทรัสต์ถูกถอดถอนจากการทำหน้าที่ เมื่อปรากฏว่าผู้จัดการกองทรัสต์มิได้จัดการกองทรัสต์ตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์หรือประกาศนี้
3. สำนักงาน ก.ล.ต. สั่งเพิกถอนการให้ความเห็นชอบเป็นผู้จัดการกองทรัสต์ หรือสั่งพักการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์เป็นเวลาเกินกว่าเก้าสิบวัน ทั้งนี้ ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานการปฏิบัติงาน
4. ผู้จัดการกองทรัสต์สิ้นสภาพนิติบุคคล

<sup>11</sup> แก้ไขโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 ส.ค. 2557 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2557

(ข) วิธีการแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ ต้องกำหนดให้ทรัสต์ชอมติผู้ถือหน่วยทรัสต์เพื่อแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ภายในหกสิบวันนับแต่วันที่ปรากฏเหตุตาม (ก) และแต่งตั้งบุคคลที่ผู้ถือหน่วยทรัสต์มีมติเห็นชอบภายในสามสิบวันนับแต่วันที่ได้รับมติ ทั้งนี้ ในกรณีที่ชอมติแล้ว แต่ไม่ได้รับมติ ให้ทรัสต์ดำเนินการแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ได้เองโดยคำนึงถึงประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหน่วยทรัสต์โดยรวม

(ค) หน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์รายเดิม ต้องกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์รายเดิมมีหน้าที่ดำเนินการตามที่จำเป็นเพื่อให้ทรัสต์ หรือผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ แล้วแต่กรณี สามารถปฏิบัติหน้าที่ต่อไปได้ ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวรวมถึงการลงลายมือชื่อในหนังสือเพื่อรับรองความถูกต้องครบถ้วนของสิ่งที่ส่งมอบให้ทรัสต์หรือผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ด้วย

(5) ไม่ว่ากรณีใด ๆ หากผู้จัดการกองทรัสต์ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ ให้ระบุว่าทรัสต์จะจัดการกองทรัสต์ตามความจำเป็นเพื่อป้องกัน ยับยั้ง หรือจำกัดมิให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อประโยชน์ของกองทรัสต์หรือผู้ถือหน่วยทรัสต์ทั้งปวง โดยทรัสต์อาจมอบหมายให้บุคคลอื่นจัดการกองทรัสต์แทนในระหว่างนี้ได้

(6) ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์กำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์สามารถเบิกจ่ายทรัพย์สินของกองทรัสต์ได้ ต้องมีข้อกำหนดให้การเบิกจ่ายดังกล่าวกระทำได้เฉพาะกรณีที่เป็นการเบิกจ่ายจากบัญชีเพื่อการดำเนินงานประจำวัน (petty cash) ภายใต้วงเงินที่ได้รับการอนุมัติจากทรัสต์ และกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์จัดทำและจัดส่งรายงานการเบิกจ่ายให้แก่ทรัสต์เพื่อให้ทรัสต์สามารถตรวจสอบรายการดังกล่าวได้ภายในระยะเวลาที่สมควร

(7) ข้อกำหนดอื่นเพื่อรองรับอำนาจหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ให้เป็นไปตามที่กำหนดในประกาศนี้ และประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการให้ความเห็นชอบผู้จัดการกองทรัสต์ และมาตรฐานการปฏิบัติงาน

ข้อ 27 รายการเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่าย ต้องระบุข้อกำหนดเกี่ยวกับการเรียกเก็บค่าธรรมเนียม เงินตอบแทนอื่นใด หรือค่าใช้จ่าย จากกองทรัสต์หรือจากผู้ถือหน่วยทรัสต์ อย่างชัดเจน ทั้งนี้ ค่าใช้จ่ายที่จะเรียกเก็บจากทรัพย์สินของกองทรัสต์ได้ ต้องเป็นค่าใช้จ่ายที่จำเป็นและสมควรซึ่งเกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการกองทรัสต์โดยตรง

ข้อ 28 รายการเกี่ยวกับการแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ต้องไม่ขัดหรือแย้งกับเจตนารมณ์ในการก่อตั้งกองทรัสต์ และบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 ตลอดจนประกาศ กฎ หรือคำสั่งที่ออกโดยอาศัยอำนาจแห่งกฎหมายดังกล่าว

(2) การแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ในเรื่องที่กระหอบสิทธิของผู้ถือหุ้นทรัสต์ ต้องได้รับมติของผู้ถือหุ้นทรัสต์ตามข้อ 22(6) เว้นแต่เป็นการแก้ไขเพิ่มเติมตามคำสั่งของสำนักงาน ก.ล.ต. ตามมาตรา 21 แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

ข้อ 29 รายการเกี่ยวกับการเลิกกองทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยที่แสดงว่าเมื่อปรากฏเหตุการณ์ดังต่อไปนี้ ทรัสต์จะเลิกกองทรัสต์

(1) เมื่อจำนวนผู้ถือหุ้นทรัสต์ลดลงเหลือน้อยกว่าสามสิบห้าราย

(2) เมื่อมีการจำหน่ายทรัพย์สินหลัก และผู้จัดการกองทรัสต์ไม่สามารถดำเนินการเพื่อให้กองทรัสต์ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นมูลค่ารวมกันไม่น้อยกว่าห้าร้อยล้านบาท หรือไม่น้อยกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้าของมูลค่าทรัพย์สินรวมของกองทรัสต์ ภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่จำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินหลักดังกล่าว

ข้อ 30 ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2556 เป็นต้นไป

CHULALONGKORN UNIVERSITY

ประกาศ ณ วันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555

(นายวรพล โสคติยานุรักษ์)

เลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์



ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์  
ที่ สร. 86/2558  
เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์  
ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์  
(ฉบับที่ 4)

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 9 และมาตรา 15 แห่งพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อ  
ธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 สำนักงาน ก.ล.ต. ออกข้อกำหนดไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ 1 ให้ยกเลิกความใน (1) ของข้อ 17 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการ  
กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและ  
ข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน  
พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“(1) ข้อกำหนดที่แสดงว่า กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้หรือไม่ ด้วยวิธีการใด เช่น  
การขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน หรือการออกตราสารหรือเข้าทำสัญญาที่มีลักษณะเป็นการกู้ยืม  
เป็นต้น ทั้งนี้ ในกรณีที่กองทรัสต์จะมีการกู้ยืมเงินต้องมีข้อกำหนดหน้าที่ของผู้จัดการกองทรัสต์ใน  
เรื่องดังต่อไปนี้เพิ่มเติมด้วย

(ก) การเปิดเผยจำนวนเงินกู้ยืม และเงินกันสำรองเพื่อชำระหนี้ตาม  
สัญญากู้ยืมเงินหรือตามที่มีภาระผูกพันจากการกู้ยืมเงินในแต่ละปีจนกว่าจะชำระหนี้เสร็จสิ้น (ถ้ามี)  
ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของกองทรัสต์

(ข) การกำหนดวงเงินกันสำรองตาม (ก) ที่เหมาะสม โดยคำนึงถึงจำนวน  
เงินกู้ยืมหรือภาระผูกพันจากการกู้ยืมเงินและระยะเวลาการชำระหนี้ ผลกระทบต่อการจ่าย  
ประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ และสถานะเงินสดที่เกิดจากการขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้น  
(unrealized loss) จากการประเมินค่าหรือการสอบทานการประเมินค่าทรัพย์สินของกองทรัสต์

(ค) การกำหนดให้กองทรัสต์อาจนำวงเงินกันสำรองของรอบระยะเวลา  
บัญชีใดที่มีสภาพคล่องไม่เพียงพอที่จะกันเงินสำรอง ไปรวมเพื่อการกันสำรองในรอบระยะเวลา  
บัญชีถัด ๆ ไป”

ข้อ 2 ให้ยกเลิกความในข้อ 20 และข้อ 21 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“ข้อ 20 รายการเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ ต้องกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์มีหน้าที่และความรับผิดชอบในการจัดทำและเปิดเผยข้อมูลของกองทรัสต์ต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ตลาดหลักทรัพย์ และ ผู้ถือหุ้นทรัสต์ ซึ่งรวมถึงการจัดส่งรายงานประจำปีของกองทรัสต์ให้แก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ พร้อมกับหนังสือนัดประชุมสามัญประจำปี

ข้อ 21 รายการเกี่ยวกับการจ่ายประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ ต้องมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) ผู้จัดการกองทรัสต์จะจ่ายประโยชน์ตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์ไม่น้อยกว่าร้อยละเก้าสิบของกำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วของรอบปีบัญชี โดยจะจ่ายภายในเก้าสิบวันนับแต่วันสิ้นรอบปีบัญชีหรือรอบระยะเวลาบัญชีที่มีการจ่ายประโยชน์ตอบแทนนั้น แล้วแต่กรณี

กำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วตามวรรคหนึ่ง ให้หมายถึงกำไรที่ปรับปรุงด้วยรายการดังต่อไปนี้

(ก) การหักกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้น (unrealized gain) จากการประเมินค่าหรือการสอบทานการประเมินค่าทรัพย์สินของกองทรัสต์ รวมทั้งการปรับปรุงด้วยรายการอื่นตามแนวทางของสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อให้สอดคล้องกับสถานะเงินสดของกองทรัสต์

(ข) การหักด้วยรายการเงินสำรองเพื่อการชำระหนี้เงินกู้ยืมหรือภาระผูกพันจากการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ตามวงเงินที่ได้ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวนหรือแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แล้วแต่กรณี

(2) ในกรณีที่กองทรัสต์ยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ผู้จัดการกองทรัสต์จะไม่จ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นทรัสต์”

ข้อ 3 ให้ยกเลิกความใน (ข) ของ (4) ในข้อ 26 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“(ข) วิธีการแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ ต้องกำหนดให้ทรัสต์ชอมติผู้ถือหุ้นทรัสต์ เพื่อแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ภายในหกสิบวันนับแต่วันที่ปรากฏเหตุตาม (ก) และแต่งตั้งบุคคลที่ผู้ถือหุ้นทรัสต์มีมติเห็นชอบภายในสามสิบวันนับแต่วันที่ได้รับมติ ทั้งนี้ ในกรณี ที่ไม่สามารถดำเนินการแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ตามวิธีการดังกล่าว ให้ทรัสต์ดำเนินการแต่งตั้งผู้จัดการกองทรัสต์รายใหม่ได้เองโดยคำนึงถึงประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นทรัสต์โดยรวมตามระยะเวลาที่จำเป็นและสมควร”

ข้อ 4 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็น (8) และ (9) ในข้อ 26 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 สิงหาคม พ.ศ. 2557

“(8) ในกรณีที่กองทรัสต์จะมีการออกหุ้นกู้ ต้องกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์มีหน้าที่ดำเนินการใด ๆ เพื่อให้กองทรัสต์สามารถปฏิบัติให้เป็นไปตามเงื่อนไขภายหลังการอนุญาตตามประกาศเกี่ยวกับการอนุญาตให้เสนอขายตราสารหนี้ที่ออกใหม่ของกองทรัสต์ด้วย

(9) ข้อกำหนดให้ผู้จัดการกองทรัสต์ต้องรับผิดชอบในค่าปรับหรือค่าเสียหายใด ๆ ที่เกิดแก่กองทรัสต์อันเนื่องมาจากการที่ผู้จัดการกองทรัสต์กระทำผิดหน้าที่ของตนไม่ว่าด้วยประการใด ๆ”

ข้อ 5 ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป

ประกาศ ณ วันที่ 2 ธันวาคม พ.ศ. 2558

(นายรพี สุจริตกุล)

เลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ที่ สร. 12/2559

เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์

ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

(ฉบับที่ 5)

อาศัยอำนาจตามความในมาตรา 9 มาตรา 15 และมาตรา 21 แห่งพระราชบัญญัติ ทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550 สำนักงาน ก.ล.ต. ออกประกาศไว้ดังต่อไปนี้

ข้อ 1 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นบทนิยามคำว่า “สมาคมบริษัทจัดการลงทุน” ระหว่างคำว่า “ค่าเช่า” และคำว่า “ตลาดหลักทรัพย์” ในข้อ 1 แห่งประกาศสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับ รายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 25/2557 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา ก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 3) ลงวันที่ 20 สิงหาคม พ.ศ. 2557

“สมาคมบริษัทจัดการลงทุน” หมายความว่า สมาคมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ หลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้จัดตั้งและจดทะเบียนกับสำนักงาน ก.ล.ต. โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ทำการส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทที่เกี่ยวกับการจัดการลงทุน”

ข้อ 2 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็น (1/1) ของข้อ 17 แห่งประกาศสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับ รายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 86/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญา ก่อตั้ง ทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 2 ธันวาคม พ.ศ. 2558

“(1/1) ในกรณีที่กำหนดให้กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้ ต้องมีข้อกำหนดที่แสดงว่า การ กู้ยืมเงินของกองทรัสต์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ต้องไม่มีลักษณะดังนี้

(ก) มีข้อตกลงและเงื่อนไขทำนองเดียวกับข้อกำหนดของหุ้นกู้ที่ให้ไถ่ถอนหุ้นกู้เมื่อ มีการเลิกบริษัท (perpetual bond)

- (ข) ให้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้น
- (ค) มีลักษณะของอนุพันธ์แฝง
- (ง) มีลักษณะเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์”

ข้อ 3 ให้เพิ่มความต่อไปนี้เป็นข้อ 17/1 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555

“ข้อ 17/1 ในกรณีที่กองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินหลักโดยทางอ้อมผ่านบริษัทที่กองทรัสต์ถือหุ้น หากบริษัทดังกล่าวจะมีการกู้ยืมเงินไม่ว่าด้วยวิธีการใด สัญญาก่อตั้งทรัสต์ต้องระบุข้อกำหนดเพิ่มเติมในรายการการกู้ยืมเงินของกองทรัสต์ และการก่อภาระผูกพันใด ๆ แก่ทรัพย์สินของกองทรัสต์ ที่แสดงว่า การกู้ยืมเงินของบริษัทดังกล่าวไม่ว่าด้วยวิธีการใด จะมีลักษณะเช่นเดียวกับที่กำหนดในข้อ 17 โดยอนุโลม เว้นแต่ในกรณีของสัดส่วนการกู้ยืมเงินตามข้อ 17(2) จะกำหนดให้พิจารณาเฉพาะในชั้นของกองทรัสต์ก็ได้”

ข้อ 4 ให้ยกเลิกความในข้อ 18 แห่งประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 26/2555 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ลงวันที่ 21 พฤศจิกายน พ.ศ. 2555 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สร. 42/2556 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับรายการและข้อความในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (ฉบับที่ 2) ลงวันที่ 16 ธันวาคม พ.ศ. 2556 และให้ใช้ความต่อไปนี้แทน

“ข้อ 18 รายการเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ต้องมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่กองทรัสต์ลงทุนไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม ซึ่งมีสาระสำคัญอย่างน้อยดังต่อไปนี้

(1) การประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุน ต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังนี้

(ก) ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการให้ความเห็นชอบบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินและผู้ประเมินหลัก

(ข) การประเมินมูลค่าต้องไม่กระทำโดยผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินรายเดียวกันติดต่อกันเกินสองครั้ง

(ค) ในกรณีดังนี้ ต้องประเมินมูลค่าอย่างเต็มรูปแบบที่มีการตรวจสอบเอกสารสิทธิและเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะในการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

1. เมื่อกองทรัสต์จะได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งอสังหาริมทรัพย์ โดยให้ประเมินล่วงหน้าได้เป็นเวลาไม่เกินหนึ่งปี
2. เมื่อครบกำหนดสองปีนับแต่วันที่มีการประเมินมูลค่าเต็มรูปแบบครั้งล่าสุด
3. เมื่อปรากฏเหตุการณ์หรือการเปลี่ยนแปลงใด ๆ อันอาจมีผลกระทบต่อ การต่อค้าของอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ
4. เมื่อทรัสต์หรือผู้สอบบัญชีของกองทรัสต์ร้องขอ
  - (ง) มีการสอบทานการประเมินมูลค่าทุกหนึ่งปีนับแต่วันที่มีการประเมินมูลค่าเต็มรูปแบบครั้งล่าสุด
  - (จ) ในกรณีกองทรัสต์มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยทางอ้อม การประเมินมูลค่า หรือการสอบทานการประเมินมูลค่าที่กระทำในชั้นของกองทรัสต์ ให้คำนึงถึงภาวะภาษีของบริษัทที่ กองทรัสต์เป็นผู้ถือหุ้น และปัจจัยอื่นที่อาจมีผลกระทบต่อราคาอสังหาริมทรัพย์ที่กองทรัสต์ลงทุนโดย ทางอ้อมด้วย

(2) การประเมินมูลค่าทรัพย์สินอื่นที่กองทรัสต์ลงทุน ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังนี้

- (ก) ใช้มูลค่ายุติธรรมตามหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุน ที่ออกโดยสมาคมบริษัทจัดการลงทุนโดยอนุโลม
- (ข) ในกรณีหลักเกณฑ์ตาม (ก) ไม่รองรับการกำหนดมูลค่ายุติธรรมของทรัพย์สินใด ให้ใช้มูลค่าที่เป็นไปตามหลักวิชาการอันเป็นที่ยอมรับหรือมาตรฐานสากล

ในกรณีกองทรัสต์ที่แปลงมาจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมที่มี สาระสำคัญว่า การประเมินมูลค่าและการสอบทานการประเมินมูลค่าของกองทรัสต์จะกระทำอย่างต่อเนื่อง กับรอบการประเมินมูลค่าและการสอบทานการประเมินมูลค่าของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์นั้น”

ข้อ 5 ในกรณีที่สัญญาก่อตั้งทรัสต์ของกองทรัสต์ใดมีรายการและข้อความที่ขัดหรือแย้งกับ ข้อกำหนดที่แก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศนี้ ให้ทรัสต์ดำเนินการให้มีการแก้ไขเพิ่มเติมสัญญาก่อตั้งทรัสต์ เพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดที่แก้ไขเพิ่มเติมโดยประกาศนี้ภายในโอกาสแรกที่กระทำได้

ข้อ 6 ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 16 เมษายน พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป

ประกาศ ณ วันที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2559

(นายรพี สุจริตกุล)

เลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวบวร ประภาสวัต เกิดเมื่อวันที่ 23 พฤษภาคม 2531 จบการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนชลกันยานุกูล จังหวัดชลบุรี และสำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีนิติศาสตรบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับ 2) จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ เมื่อปี พ.ศ. 2554 สอบได้เป็นเนติบัณฑิตไทย สมัยที่ 64 จากเนติบัณฑิตยสภา เมื่อ พ.ศ. 2555 และได้เข้าศึกษาต่อในระดับนิติศาสตรมหาบัณฑิตที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยในปี พ.ศ. 2556 โดยปัจจุบันทำงานเป็นเจ้าหน้าที่กฎหมายอาวุโส ฝ่ายกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

