



### บทที่ 3

## การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนในต่างประเทศ

ในบทนี้ เป็นการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของฮ่องกง ประเทศออสเตรเลีย และประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อพิจารณาแนวความคิดและหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลอันมีการพัฒนามาในแต่ละประเทศ ซึ่งจะนำไปสู่การเปรียบเทียบกับแนวความคิดและหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลของประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงความเหมาะสมในการนำมาปรับปรุงและพัฒนากฎหมายไทย

### 3.1 การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนในฮ่องกง

#### 3.1.1 ความทั่วไปเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน และโครงสร้างกฎหมายที่ใช้บังคับในปัจจุบัน

ธุรกิจการจัดการลงทุนในฮ่องกงเริ่มมีการพัฒนาขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 1960 ถึงต้นทศวรรษที่ 1970 เมื่อ British Merchant Bank ได้จัดตั้งการประกอบธุรกิจประเภทนี้ขึ้นในฮ่องกง โดยการประกอบธุรกิจในเวลานั้น เป็นการจัดการกองทุนเพื่อการเกษียณอายุ (retirement fund) เพื่อกลุ่มของตนเอง แต่ก็ได้มีการเสนอขายหน่วยลงทุน (unit trust) ต่อประชาชนด้วย ในระยะเริ่มแรกลูกค้าหลักจะเป็นชาวต่างชาติที่เข้ามาอยู่ในฮ่องกง เนื่องจากชาวจีนท้องถิ่นนิยมที่จะลงทุนโดยตรงด้วยตนเองมากกว่า ต่อมา ในช่วงทศวรรษที่ 1970 ถึงทศวรรษที่ 1980 บริษัทจัดการลงทุนจากสหรัฐอเมริกาและจากญี่ปุ่นได้เข้ามาทำธุรกิจนี้ในฮ่องกง โดยในช่วงทศวรรษที่ 1990 การลงทุนในหน่วยลงทุน (unit trust) ได้เป็นที่นิยมขึ้นอย่างมาก

ในส่วนของกฎหมายที่กำกับดูแลธุรกิจการจัดการลงทุนและกองทุนรวม ในปัจจุบันคือ Securities and Futures Ordinance 2002 (SFO) (Cap. 571) มีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 พฤษภาคม 2003 เป็นกฎหมายที่ออกมาแก้ไขและยกเลิกกฎหมายเดิมหลายฉบับ และเป็นกรรวบรวมกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าจำนวน 10 ฉบับให้มาอยู่ในฉบับเดียว<sup>1</sup> ซึ่งกฎหมายเดิมที่เกี่ยวข้องในเรื่องนี้คือ Securities Ordinance (Cap. 333) และ Protection of Investors Ordinance (Cap.335) โดยตาม Ordinances ฉบับต่าง ๆ ที่ผ่านมาก็จะมีการออก Code เพื่อ

<sup>1</sup> Securities and Futures Ordinance 2002 มาตรา 406 การยกเลิกกฎหมาย (Repeals)

เป็นแนวทาง (guidelines) สำหรับการให้อินนุญาติ และวางแนวปฏิบัติ โดยในปี 1978 ฮองกงได้มีการออก Code on Unit Trusts เป็นครั้งแรก ซึ่งต่อมาได้ถูกแทนที่โดย Code on Unit Trusts and Mutual Funds ในปี 1991<sup>2</sup> และฉบับที่ใช้ในปัจจุบันคือ Code on Unit Trusts and Mutual Funds 2003 นอกจากนี้ ในส่วนการกำกับดูแลและการให้อินนุญาติประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องก็จะ เป็นไปตาม Securities and Futures Ordinance 2002 (SFO) เช่นกัน โดยการกำกับดูแลตามกฎหมายเหล่านี้อยู่ภายใต้การดำเนินการของ Securities and Futures Commission (SFC) ซึ่งเป็นองค์กรที่กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ของฮองกง

### 3.1.2 การระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

#### 3.1.2.1 องค์กรธุรกิจที่จัดเป็นโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

#### 3.1.2.2 การจัดตั้งโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

#### 3.1.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

#### 3.1.2.4 การจดทะเบียนโครงการลงทุนเป็นกลุ่มและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

#### 3.1.2.1 องค์กรธุรกิจที่จัดเป็นโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

##### หลักการพิจารณา

ตามกฎหมายฉบับปัจจุบันของฮองกง ใช้ถ้อยคำเรียกการลงทุนแบบกองทุนรวมว่า โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม (Collective investment scheme) โดยได้นิยามความหมายของโครงการลงทุนเป็นกลุ่มไว้ใน Schedule 1 Interpretation and General Provisions แห่ง Hong Kong Securities and Futures Ordinance 2002 ว่า

“โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม” หมายความว่า

(1) ข้อตกลง (arrangements) เกี่ยวกับทรัพย์สินใด ๆ ที่

(ก) ผู้มีส่วนร่วมในโครงการ (participating persons) ไม่มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานในลักษณะของงานประจำวัน (day-to-day control) ต่อการจัดการทรัพย์สิน (management of the property) ไม่ว่าผู้มีส่วนร่วมในโครงการจะมีสิทธิได้รับคำปรึกษา (right to be consulted) หรือเป็นผู้ให้แนวทาง (give directions) เกี่ยวกับการจัดการนั้นหรือไม่ก็ตาม

<sup>2</sup> Matthew Harrison. *Fund Management in Hong Kong and Singapore*. [Online]. 2003. Available from: <http://www.sfc.hk/> [2005, December 28], p. 3.

(ข) 1. ทรัพย์สินทั้งหมดได้รับการจัดการโดยหรือในนามของบุคคลผู้ดำเนินการตามข้อตกลงนั้น

2. มีลักษณะการนำเงินลงทุน (contributions) มารวมกันและแบ่งปันผลกำไรหรือรายได้จากการลงทุนนั้น หรือ

3. ข้อตกลงซึ่งมีลักษณะทั้งสองประการตามที่กล่าวข้างต้น และ

(ค) วัตถุประสงค์หรือผลที่ได้รับของข้อตกลงคือเพื่อให้ผู้มีส่วนร่วมในโครงการมีสิทธิในหรือได้รับ (ไม่ว่าจะโดยการได้มาซึ่งสิทธิ การเข้ามีส่วนได้เสีย การเข้าถือกรรมสิทธิ์ หรือการได้รับประโยชน์ในทรัพย์สินหรือส่วนหนึ่งส่วนใดของทรัพย์สิน หรือโดยประการอื่น)

1. กำไร รายได้ หรือผลตอบแทนอื่น ซึ่งได้มาจากหรืออาจได้มาจากการได้มา การถือครอง การจัดการ หรือการจำหน่ายทรัพย์สินหรือส่วนหนึ่งส่วนใดของทรัพย์สิน หรือจำนวนเงินที่จ่ายจากหรือจะจ่ายจากกำไร รายได้ หรือผลตอบแทนในลักษณะอื่นดังกล่าว หรือ

2. การได้รับชำระเงินหรือผลตอบแทนอื่น ซึ่งเกิดจากการได้มา การถือครอง การจำหน่าย การใช้สิทธิ การได้ถอน หรือการครบกำหนดของสิทธิ ส่วนได้เสีย กรรมสิทธิ์ หรือ ผลประโยชน์ใดในทรัพย์สินหรือส่วนหนึ่งส่วนใดของทรัพย์สิน หรือ

(2) ข้อตกลง (arrangements) ที่มีลักษณะเป็นไปตามที่กำหนดโดยประกาศซึ่งออกตามมาตรา 393 ของ Ordinance นี้ กำหนดให้เป็น โครงการลงทุนเป็นกลุ่มภายใต้ประกาศดังกล่าว

### ข้อยกเว้น

ตามนิยามดังกล่าวกำหนดข้อยกเว้นข้อตกลง (arrangements) ที่ไม่ถือเป็นโครงการลงทุนเป็นกลุ่มไว้ดังนี้

(1) ข้อตกลงซึ่งจัดการโดยบุคคลใด ๆ ที่มีได้มีลักษณะเป็นการประกอบธุรกิจ

(2) ข้อตกลงซึ่งมีผู้ร่วมลงทุนเป็นบริษัทในกลุ่มเดียวกับบุคคลซึ่งจัดการข้อตกลง

(3) ข้อตกลงซึ่งมีผู้ร่วมลงทุนเป็นลูกจ้างหรือเคยเป็นลูกจ้างของบริษัทในกลุ่มเดียวกับบุคคลซึ่งจัดการข้อตกลงดังกล่าว ทั้งนี้ ให้รวมถึงคู่สมรส บุตรหรือบุตรบุญธรรมที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะของลูกจ้าง หรืออดีตลูกจ้างดังกล่าว

(4) ข้อตกลง franchise ซึ่งผู้ให้สิทธิ (franchisor) หรือผู้รับสิทธิ (franchisee) ได้รับกำไรหรือรายได้อันเนื่องมาจากการใช้สิทธิตามสัญญา franchise นั้น ในการใช้ชื่อทางการค้า หรือการออกแบบผลิตภัณฑ์ หรือทรัพย์สินทางปัญญา หรือชื่อเสียง (goodwill)

(5) ข้อตกลงซึ่งที่ปรึกษา (solicitor) ได้รับเงินจากลูกค้า หรือเป็นการได้รับเงินจากการประกอบวิชาชีพของบุคคลดังกล่าวตามปกติ

(6) ข้อตกลงซึ่งทำขึ้นเพื่อประโยชน์ของกองทุนหรือโครงการลงทุนใดภายใต้การดูแลของ Securities and Futures Commission หรือตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการรับรอง สำนักหักบัญชีที่ได้รับการรับรอง ผู้ควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราที่ได้รับการรับรอง (recognized exchange controller) กองทุนชดเชยความเสียหายให้แก่ผู้ลงทุนที่ได้รับการรับรอง (recognized investor compensation company) ตามบทบัญญัติของ Ordinance นี้ เพื่อประโยชน์ในการจัดให้มีการชดเชยสำหรับการผิดนัดของสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ หรือสมาชิกสำนักหักบัญชี

(7) ข้อตกลงซึ่งทำขึ้นโดย credit union เพื่อประโยชน์ในการดำเนินธุรกิจดังกล่าว

(8) ข้อตกลงตามวัตถุประสงค์ของ Chit-Fund ซึ่งได้รับอนุญาตให้ดำเนินการตาม Chit-Fund Business (Prohibition) Ordinance (Cap. 262)

(9) ข้อตกลงตามวัตถุประสงค์ของ Exchange Fund ซึ่งจัดตั้งขึ้นตาม Exchange Fund Ordinance (Cap. 66)

(10) ข้อตกลงซึ่งอยู่ในประเภทที่ประกาศตามมาตรา 393 แห่ง Ordinance นี้ กำหนดว่าไม่เข้าข่ายเป็น โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

ตามนิยามข้างต้นได้กำหนดขึ้นเพื่อให้ใช้ได้กับผลิตภัณฑ์การลงทุน (investment products) ต่าง ๆ ที่มีลักษณะของการลงทุนเป็นกลุ่ม (collective nature) และเป็นการครอบคลุมแนวความคิดในการกำกับดูแลทั้ง unit trust บริษัทกองทุนรวม (mutual fund corporation) และข้อตกลงการจัดการลงทุน (investment arrangements) ตามที่ได้นิยามไว้ในกฎหมายฉบับเดิม คือ Securities Ordinance และ Protection of Investors Ordinance ซึ่งแสดงให้เห็นได้ว่า ความหมายของผลิตภัณฑ์การลงทุนที่จัดเป็น โครงการลงทุนเป็นกลุ่มนั้น เป็นการพิจารณาจากสาระ (substance) เป็นสำคัญ โดยมีได้จำกัดที่รูปแบบของโครงการ และทั้งใน Code on Unit Trust and Mutual Funds (First Edition pursuant to the Securities and Futures Ordinance (Cap.571) April 2003) ก็ยังได้นิยามความหมายของ “โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม” (Collective investment scheme) ในลักษณะดังกล่าวไว้ด้วยเช่นกัน\*

---

\* ข้อ 3.2 “โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม” หมายความว่า โครงการลงทุนเป็นกลุ่มที่เป็นกองทุนรวม (ไม่ว่าจะปรากฏในรูปแบบทางกฎหมาย เป็นรูปแบบของสัญญา (contractual model) บริษัท หรือรูปแบบอื่นใด) และ unit trusts

### 3.1.2.2 การจัดตั้งโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

#### รูปแบบของโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

ตามนิยามที่กล่าวมาข้างต้นจะครอบคลุมการจัดตั้งในทุกรูปแบบ แต่รูปแบบที่ได้จัดตั้งโครงการกันนั้นจะเป็นไปตามกฎหมายพื้นฐานในสองรูปแบบ ดังนี้

(1) Unit trust เป็นโครงการที่จัดตั้งขึ้นในรูปทรัสต์เพื่อจัดสรรผลกำไรหรือรายได้จากการได้มา การถือ การจัดการ และการจำหน่ายหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินอื่นให้แก่บุคคลที่เข้าร่วมโครงการในฐานะผู้รับประโยชน์

(2) Mutual fund corporation เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลัก แสดงตนว่าประกอบธุรกิจหลัก หรือเสนอที่จะประกอบธุรกิจหลักเกี่ยวกับการลงทุน การนำรายได้จากการลงทุนไปลงทุนอีก (reinvest) หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งนี้ โดยการออกหุ้นหรือการเสนอขายหุ้นที่สามารถไถ่ถอนได้

หากพิจารณาในแง่ของการลงทุนแล้วโครงการลงทุนเป็นกลุ่มในรูปแบบ Unit trust กับ Mutual fund corporation ไม่มีความแตกต่างกัน เพราะทั้งคู่อยู่ภายใต้ Code on Unit Trust and Mutual Funds และได้รับการจัดการพอร์ตการลงทุนโดยผู้ประกอบวิชาชีพซึ่งลงทุนในตราสารทางการเงินที่หลากหลายเหมือนกัน อย่างไรก็ตาม ในแง่โครงสร้างทางกฎหมายแล้วโครงการลงทุนเป็นกลุ่มทั้งสองรูปแบบมีข้อแตกต่างกันดังนี้<sup>3</sup>

	Unit trust	Mutual fund corporation
รูปแบบการจัดตั้ง	ทรัสต์	บริษัทจำกัด
ผู้รับประโยชน์	ผู้ถือหุ้น (unit holder)	ผู้ถือหุ้น (shareholder)
กฎหมายที่ใช้บังคับ	กฎหมายทรัสต์ (Trust law)	กฎหมายบริษัท (Company law)
เอกสารทางกฎหมายที่วางข้อบังคับ	ตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed)	ข้อบังคับของบริษัท / by laws และ custodian agreement
บุคคลที่มีหน้าที่ดูแลรักษาประโยชน์ของผู้ลงทุน	ทรัสต์	ผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian) (ทั้งนี้ เป็นไปตาม custodian agreement และข้อบังคับ / by laws)
เจ้าของ / ผู้ถือทรัพย์สินของกองทุน	ทรัสต์ถือทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน	บริษัทกองทุนรวมเป็นเจ้าของทรัพย์สิน โดยมีผู้ลงทุนเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท
บุคคลที่มีความรับผิดชอบ	ทรัสต์	บริษัท (ความรับผิดชอบจำกัด) / กรรมการ (ในบางกรณี)

<sup>3</sup> Hong Kong Investment Funds Association. Fund Investment: Your Questions Answered. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf) [2004, June 9], pp. 4-5.

บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม  
บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการลงทุนเป็นกลุ่มในฮ่องกง  
สามารถแบ่งได้เป็น 5 กลุ่มดังต่อไปนี้<sup>4</sup>

(1) ผู้ลงทุน คือ ผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นของโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

(2) ทรัสต์ของ Unit trust หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian) ของ Mutual fund corporation คือ ผู้ควบคุมดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการลงทุน ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน  
ปฏิบัติหน้าที่โดยมี fiduciaries responsibilities ต่อผู้ลงทุน โดยบุคคลทั้งสองเป็นผู้ได้รับความไว้วาง  
ใจให้เป็นตัวแทนดูแลผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการลงทุนและผู้ลงทุน (รายละเอียดโปรดดูที่  
3.1.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง)

(3) ผู้จัดการลงทุน (Fund manager) ทำหน้าที่จัดการลงทุนให้กับโครงการลง  
ทุนเป็นกลุ่ม โดยผู้จัดการลงทุนอาจเป็นบริษัทจัดการ (management company) หรือที่ปรึกษาการ  
ลงทุน (investment adviser) ในกรณีที่บริษัทจัดการมอบการจัดการช่วง

ตาม Code on Unit Trust and Mutual Funds กำหนดให้โครงการลงทุนเป็นกลุ่ม  
ที่ขอความเห็นชอบจาก SFC ต้องแต่งตั้งบริษัทจัดการที่ได้รับความเห็นชอบจาก SFC เว้นแต่  
โครงการลงทุนเป็นกลุ่มนั้นเป็น self-managed schemes ที่มีคณะกรรมการของตนเองทำหน้าที่ของ  
บริษัทจัดการ<sup>5</sup> ซึ่งบริษัทจัดการจะต้องได้รับใบอนุญาตหรือจดทะเบียนตาม Part V ของ Securities  
and Futures Ordinance 2002 เพื่อการดำเนินการธุรกิจที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล ซึ่งประเภทของใบ  
อนุญาตจะขึ้นอยู่กับว่าบริษัทได้ดำเนินการอะไรบ้างในฮ่องกง<sup>6</sup> (โปรดดูเพิ่มเติมที่หัวข้อ 3.1.3 การ  
กำกับดูแลและการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง)

บริษัทจัดการมีหน้าที่และความรับผิดชอบทั่วไป ดังต่อไปนี้<sup>7</sup>

(ก) หน้าที่จัดการโครงการให้เป็นไปตามตราสารจัดตั้ง (constitutive documents) เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ การแก้ไขตราสารจัดตั้ง (constitutive documents) สามารถทำได้โดยไม่ต้องขอมติจากผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นของโครงการหากทรัสต์

<sup>4</sup> Hong Kong Investment Funds Association. Fund Investment: Your Questions Answered. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf) [2004, June 9], p. 37.

<sup>5</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.1

<sup>6</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.6

<sup>7</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.10

หรือผู้รับฝากทรัพย์สินให้การรับรองเป็นลายลักษณ์อักษรว่าการแก้ไขดังกล่าวเข้ากรณีหนึ่งกรณีใด ดังต่อไปนี้

- จำเป็นต่อการปฏิบัติให้เป็นไปตามข้อกำหนดของทางการ กฎหมาย หรือการ ภาษีอากร

- ไม่ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นเสียเปรียบอย่างมีนัยสำคัญ ไม่มีข้อความอัน เป็นการปลดทรัสต์ ผู้รับฝากทรัพย์สิน หรือบริษัทจัดการให้พ้นจากความรับผิดชอบที่มีต่อผู้ถือหุ้น หรือผู้ถือหุ้น และไม่เป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายที่เรียกเก็บจากทรัพย์สินของโครงการ หรือ

- จำเป็นต่อการแก้ไขข้อผิดพลาดอันเห็นได้ประจักษ์<sup>8</sup>

(ข) หน้าที่เก็บรักษาหรือจัดให้มีการเก็บรักษานันทิกหรือเอกสารของโครงการ ตลอดจนจัดเตรียมบัญชีและรายงานของโครงการเพื่อส่งต่อ SFC และผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นอย่าง น้อยปีละ 2 ครั้ง

(ค) หน้าที่จัดตราสารจัดตั้ง (constitutive documents) ให้ประชาชนเข้าตรวจสอบ ได้ในระหว่างเวลาทำการ โดยไม่เสียค่าใช้จ่าย

นอกจากหน้าที่ทั่วไปตาม (ก) – (ค) บริษัทจัดการยังมีหน้าที่อื่น ๆ เช่น หน้าที่ แข็งทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน และ SFC เกี่ยวกับราคาของหน่วยลงทุนไม่ถูกต้องเกินร้อยละ 0.5<sup>9</sup> หน้าที่รายงานข้อมูลเกี่ยวกับงบการเงินและบัญชีของโครงการต่อ SFC<sup>10</sup> หน้าที่แจ้งการเปลี่ยนแปลงข้อมูลของโครงการที่ได้รับความเห็นชอบ<sup>11</sup> และหน้าที่ปฏิบัติให้เป็นไปตาม Fund Manger Code of Conduct และ Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission

บริษัทจัดการอาจพ้นจากจากการปฏิบัติหน้าที่ได้ในกรณีดังต่อไปนี้<sup>12</sup>

(ก) ถูกปลดจากการปฏิบัติหน้าที่โดยการแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรของทรัสต์ หรือกรรมการของ mutual fund corporation ในกรณีดังต่อไปนี้

- บริษัทจัดการเลิกกิจการ สัมละลาย หรือมีการแต่งตั้งผู้บริหารทรัพย์สินโดย คำสั่งศาล

<sup>8</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 6.7

<sup>9</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 10.2

<sup>10</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 11.9

<sup>11</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 11.10

<sup>12</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.11 – 5.12

- ทรัสต์หรือกรรมการของ mutual fund corporation แสดงเป็นลายลักษณ์อักษรว่ามีความจำเป็นในการเปลี่ยนบริษัทจัดการเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยหรือผู้ถือหุ้น โดยมีเหตุผลอันเพียงพอและสมควร

- ในกรณีของ unit trust ผู้ถือหน่วยจำนวนรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนหน่วยทั้งหมด (ไม่รวมจำนวนหน่วยที่ถือโดยบริษัทจัดการ) มีคำร้องขอเป็นลายลักษณ์อักษรไปยังทรัสต์ให้ถอดถอนบริษัทจัดการ

(ข) พ้นจากตำแหน่งตามเหตุที่ระบุไว้ในตราสารจัดตั้ง (constitutive documents)

(ค) เมื่อ SFC เพิกถอนการให้ความเห็นชอบบริษัทจัดการ

(4) นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Broker) คือ ผู้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการลงทุนของโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม

(5) หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแล (Regulator) ของฮ่องกงคือ Securities and Futures Commission (SFC) กำกับดูแลใน 3 ด้านดังนี้<sup>13</sup>

(ก) ด้านที่เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์การลงทุน (Investment products) : ให้ความเห็นชอบโครงการลงทุนเป็นกลุ่มและผู้จัดการลงทุนของโครงการ

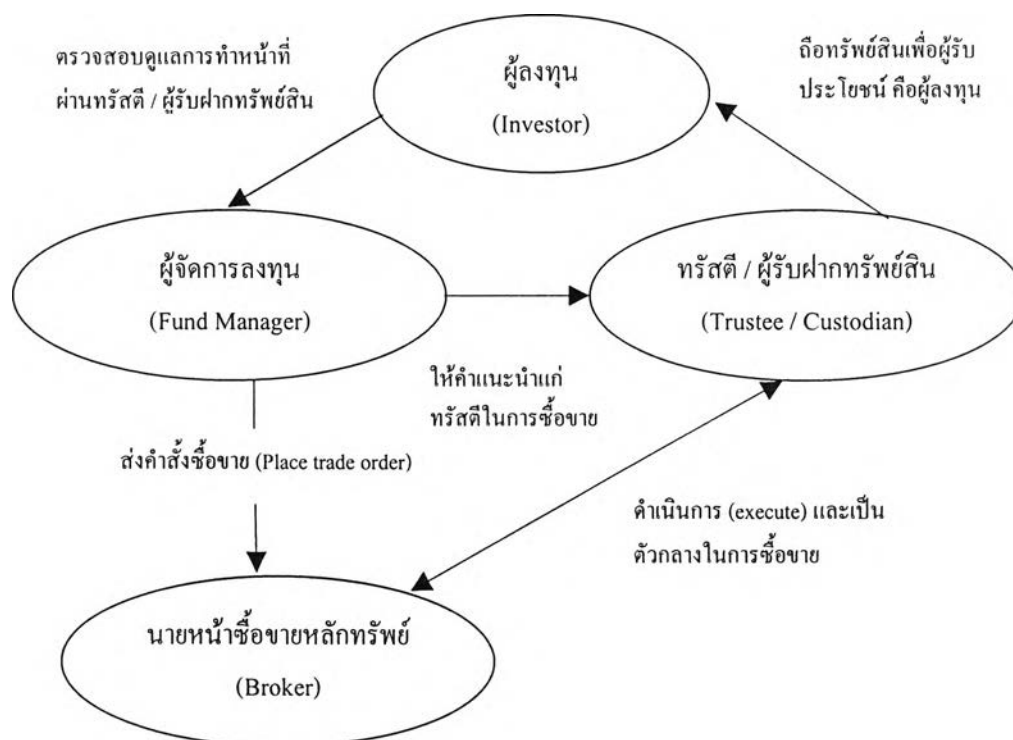
(ข) ด้านการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ (Licensing) : ให้ใบอนุญาตแก่ตัวกลางทางการเงิน (ซึ่งรวมถึงผู้จัดการลงทุน) ที่ประกอบการดำเนินการที่อยู่ภายใต้กำกับดูแล (regulated activities)

(ค) การกำกับดูแลตัวกลาง (Intermediaries supervision) : ตรวจสอบการดำเนินการของตัวกลางทางการเงิน (ซึ่งรวมถึงผู้จัดการลงทุน) ในฮ่องกง

<sup>13</sup> Hong Kong Investment Funds Association. Fund Investment: Your Questions Answered. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf) (2004, June 9), p.38.



จากที่กล่าวมา ความเกี่ยวพันระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการลงทุนเป็นกลุ่มในฮ่องกงสามารถแสดงเป็นแผนภาพได้ดังนี้<sup>14</sup>



### 3.1.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่า ทรัสต์ของ Unit trust หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian) ของ Mutual fund corporation เป็นผู้ควบคุมดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้จัดการลงทุนตาม Code on Unit Trust and Mutual Funds ซึ่งกำหนดแนวทางในการพิจารณาให้ความเห็นชอบโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม จึงได้กำหนดให้ทรัสต์และผู้รับฝากทรัพย์สินมีคุณสมบัติและบทบาทหน้าที่เป็นอย่างเดียวกัน ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับการคุ้มครองโดยเท่าเทียมกันไม่ว่าจะลงทุนใน Unit trust หรือ Mutual fund corporation ก็ตาม<sup>15</sup> โดยโครงการลงทุนเป็นกลุ่มที่ขอรับความเห็นชอบจาก SFC ต้องมีทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินที่เป็นนิติบุคคลตามที่กำหนด คือ<sup>16</sup>

<sup>14</sup> ดัดแปลงจาก Hong Kong Investment Funds Association. *Fund Investment: Your Questions Answered*. [Online]. 2003. Available from: <http://www.hkifa.org.hk> [2004. June 9], p.37.)

<sup>15</sup> Hong Kong Investment Funds Association. *Fund Investment: Your Questions Answered*. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf)[2004. June 9], p.44.

<sup>16</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 4.2

- ธนาคารที่ได้รับใบอนุญาตตาม Banking Ordinance  
 - บริษัททรัสต์ (trust company) ที่เป็นบริษัทย่อย (subsidiary) ของธนาคารที่ได้รับ  
 รับใบอนุญาต

- บริษัททรัสต์ (trust company) ที่จดทะเบียนตาม Trust Ordinance  
 - สถาบันการเงินหรือบริษัททรัสต์ที่จัดตั้งขึ้นนอกฮ่องกงซึ่งได้รับการยอมรับ  
 จาก SFC

ทั้งนี้ นิติบุคคลที่จะเป็นทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินจะต้องมีเงินทุนจดทะเบียนชำระแล้วและมีเงินทุนสำรอง (non-distributable capital reserves) ไม่น้อยกว่า 10 ล้านเหรียญฮ่องกง หรือเป็นสกุลเงินต่างประเทศที่เทียบเท่า และต้องอยู่ภายใต้การตรวจสอบของผู้สอบบัญชีอิสระและ SFC ด้วย<sup>17</sup>

ทรัสต์และผู้รับฝากทรัพย์สินมีหน้าที่และความรับผิดชอบทั่วไปดังนี้<sup>18</sup>

(ก) หน้าที่ในการเก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการลงทุนเป็นกลุ่มด้วยตนเองหรือมอบหมายให้ตัวแทนเก็บรักษาภายใต้การควบคุมดูแลของตน ซึ่งในกรณีหลัง ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินที่มอบหมายจะมีความรับผิดชอบในการกระทำหรือละเว้นกระทำของ nominees หรือตัวแทน (agents) ของตนอันเกี่ยวกับโครงการลงทุนเป็นกลุ่มด้วย โดยในการเก็บรักษาทรัพย์สินนี้จะต้องจดทะเบียนเงินสดและทรัพย์สินต่าง ๆ ในชื่อของทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน

(ข) หน้าที่ในการใช้ความระมัดระวังตามควร (take reasonable care) เพื่อให้เกิดความมั่นใจในเรื่องดังต่อไปนี้

- การขาย การออก การซื้อคืน (repurchase) การไถ่ถอน และการยกเลิกหน่วยหรือหุ้น โดยโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม เป็นไปตามข้อกำหนดในตราสารจัดตั้ง (constitutive document)

- วิธีการที่บริษัทจัดการใช้ในการคำนวณมูลค่าของหน่วยหรือหุ้นมีความเพียงพออันจะทำให้มั่นใจได้ว่าราคาที่ใช้ในการขาย การออก การซื้อคืน (repurchase) การไถ่ถอน และการยกเลิก ที่คำนวณออกมานั้นเป็นไปตามข้อกำหนดในตราสารจัดตั้ง (constitutive document)

- มีการปฏิบัติให้เป็นไปตามข้อจำกัดการลงทุนและการยืม (investment and borrowing limitations) ตามข้อกำหนดไว้ในตราสารจัดตั้ง (constitutive document) และเงื่อนไขในการให้ความเห็นชอบ

- การออกใบหน่วยลงทุนหรือใบหุ้นให้ต่อเมื่อมีการชำระเงิน (subscription moneys) แล้ว

<sup>17</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 4.3

<sup>18</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 4.5

(ค) หน้าที่ดำเนินการตามคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัทจัดการ เว้นแต่เป็นการขัดหรือแย้งกับข้อกำหนดในเอกสารการเสนอขาย (offering document) หรือตราสารจัดตั้ง (constitutive document)

(ง) หน้าที่ทำรายงานความเห็นของคนเกี่ยวกับการจัดการของบริษัทจัดการให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นเพื่อรวมไว้ในรายงานประจำปี

นอกจากหน้าที่ทั่วไปตาม (ก) – (ง) ทรัพย์สินของ unit trust ยังมีหน้าที่ในการจัดทำทะเบียนผู้ถือหุ้น (ในกรณีของ mutual fund corporation ผู้มีหน้าที่คือตัวโครงการเอง) ซึ่งหน้าที่ดังกล่าวสามารถมอบหมายให้บุคคลอื่นกระทำการแทนได้<sup>19</sup>

เพื่อให้เกิดความมั่นใจในการปฏิบัติหน้าที่ของทรัสต์และผู้รับฝากทรัพย์สิน ซึ่งต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นอย่างแท้จริง Code on Unit Trust and Mutual Funds จึงได้กำหนดให้บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการต้องเป็นอิสระต่อกัน และในกรณีที่ทั้งสององค์กรมีบริษัทผู้ถือหุ้นของบริษัทในเครือในชั้นที่สุด (ultimate holding company) เดียวกัน จะถือว่าทั้งสององค์กรเป็นอิสระต่อกันเมื่อเข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้<sup>20</sup>

(ก) ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการต่างก็เป็นบริษัทย่อยของ substantial financial institution

(ข) ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการดังกล่าวต้องไม่เป็นบริษัทย่อยของอีกฝ่ายหนึ่ง

(ค) ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการดังกล่าวไม่มีกรรมการของบริษัทเป็นบุคคลเดียวกัน

(ง) ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการดังกล่าวได้ลงนามรับรองว่าจะปฏิบัติหน้าที่อย่างเป็นอิสระต่อกันในการดำเนินการเกี่ยวกับโครงการ

ทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินอาจพ้นจากการปฏิบัติหน้าที่โดยการแต่งตั้งทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินคนใหม่ แต่กระบวนการดังกล่าวต้องได้รับอนุมัติจาก SFC ก่อน และเวลาในการเข้าปฏิบัติหน้าที่ของทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินคนใหม่ต้องต่อเนื่องกันกับการสิ้นสุดหน้าที่ของทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินคนเดิม<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 6.8

<sup>20</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 4.8

<sup>21</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 4.6

### 3.1.2.4 การจดทะเบียนโครงการลงทุนเป็นกลุ่มและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

กฎหมายของฮ่องกงไม่ได้บังคับเป็นการทั่วไปให้โครงการลงทุนเป็นกลุ่มต้องขอรับความเห็นชอบจาก Securities and Futures Commission (SFC) ในทุกกรณี แต่กำหนดให้เฉพาะโครงการลงทุนเป็นกลุ่มที่ได้รับความเห็นชอบจาก SFC เท่านั้น ที่จะทำการโฆษณา (advertisement) หรือเชิญชวนเสนอ (invitation) ต่อประชาชนในฮ่องกงได้ ทั้งนี้ เป็นไปตามนัยของ Securities and Futures Ordinance 2002 มาตรา 103(1) โดยในการนี้ SFC มีอำนาจตามมาตรา 104 ในการให้ความเห็นชอบโครงการลงทุนเป็นกลุ่มตามที่ SFC เห็นว่าเหมาะสม และอาศัยอำนาจตามมาตราดังกล่าว SFC ได้ออก Code on Unit Trust and Mutual Funds มาเพื่อกำหนดแนวทางในการให้ความเห็นชอบโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม โดยกำหนดเงื่อนไขและหน้าที่ของบุคคลที่เกี่ยวข้อง อันได้แก่ ทรสต์ ผู้รับฝากทรัพย์สิน บริษัทจัดการ ตลอดจนกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการลงทุน การปฏิบัติการ การจัดทำเอกสารและการรายงานด้วย

ในการขอรับความเห็นชอบโครงการลงทุนเป็นกลุ่มต่อ SFC ผู้ขอรับความเห็นชอบต้องยื่นคำขอตาม Appendix B พร้อมเอกสารดังต่อไปนี้<sup>22</sup>

(1) เอกสารการเสนอขาย (offering document)\* และตราสารจัดตั้ง (constitutive documents)\*\* ของโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม รวมถึงเอกสารการเสนอขายในฮ่องกง (Hong Kong Offering Document)\*\*\*

(2) งบการเงินของโครงการที่ตรวจสอบแล้วครั้งล่าสุด และงบการเงินของโครงการที่ยังไม่ได้ตรวจสอบครั้งล่าสุดหากเป็นปัจจุบันมากกว่า

(3) ประวัติบริษัทจัดการ (management company profile)

(4) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วครั้งล่าสุด ของทรสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สิน

<sup>22</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 1.3

\* เอกสารการเสนอขาย (Offering document) หมายความว่า เอกสารที่แสดงข้อมูลเกี่ยวกับโครงการลงทุนเป็นกลุ่มเพื่อเชิญชวนให้ประชาชนซื้อหน่วยหรือหุ้นของโครงการลงทุนเป็นกลุ่มนั้น (Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 3.9)

\*\* ตราสารจัดตั้ง (Constitutive documents) หมายความว่า เอกสารที่วางข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดตั้งโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม ซึ่งรวมถึงตราสารก่อตั้งทรสต์ (trust deed) ในกรณีของ unit trust และข้อบังคับในกรณีของบริษัทของ mutual fund corporation ตลอดจนข้อตกลงอันเป็นสาระสำคัญทั้งหลาย (Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 3.6)

\*\*\* เอกสารการเสนอขายในฮ่องกง (Hong Kong Offering Document) หมายความว่า เอกสารการเสนอขายสำหรับการจำหน่ายในฮ่องกง ที่แสดงข้อมูลตามที่กำหนดใน Appendix C และข้อมูลอื่นที่จำเป็นสำหรับผู้ลงทุนในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงการลงทุน (Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 3.10)

- (5) หนังสือของทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินแสดงความยินยอมในการแต่งตั้ง
- (6) คำธรรมเนียมการขอรับความเห็นชอบ
- (7) หนังสือแต่งตั้งบุคคลที่จะให้ SFC แต่งตั้งเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบ

(approved person)

ข้อมูลที่ Code on Unit Trust and Mutual Funds กำหนดให้ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุนในเอกสารการเสนอขายในฮ่องกง (Hong Kong Offering Document) นั้น กำหนดใน Appendix C Information to be Disclosed in the Offering Document ของ Code ซึ่งมีรายการดังนี้

- (1) การจัดตั้งโครงการ (Constitution of the scheme)

ประกอบด้วยชื่อ ที่ทำการจดทะเบียน สถานที่และวันที่ก่อตั้งโครงการ และระยะเวลาโครงการ (หากมีข้อจำกัดในเรื่องนี้)

- (2) วัตถุประสงค์การลงทุนและข้อจำกัดการลงทุน (Investment objectives and

restrictions)

ประกอบด้วยรายละเอียดเกี่ยวกับวัตถุประสงค์การลงทุนและนโยบายการลงทุน และสรุปข้อจำกัดการลงทุนและการกู้ยืม โดยนโยบายการลงทุนบางลักษณะที่ SFC กำหนดจะต้องมีคำเตือนว่า โครงการอยู่ภายใต้ความเสี่ยงที่ผิดปกติ (abnormal risks) และคำอธิบายเกี่ยวกับความเสี่ยงนั้นด้วย

- (3) ผู้ประกอบการและบุคคลหลักที่เกี่ยวข้อง (Operators and principals)

ประกอบด้วยชื่อ และที่ทำการจดทะเบียนของบุคคลที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้ (หากมี ตามแต่กรณี)

- (ก) กรรมการและคณะกรรมการของโครงการ / บริษัทจัดการ
- (ข) ทรัสต์ / ผู้รับฝากทรัพย์สิน
- (ค) ที่ปรึกษาการลงทุน
- (ง) ผู้แทนในฮ่องกง (Hong Kong representative)
- (จ) บริษัทที่จัดจำหน่ายในฮ่องกง (Hong Kong distribution company)

หากแตกต่างจากบุคคลตาม (ง)

- (ฉ) ผู้สอบบัญชี
- (ช) นายทะเบียน

- (4) ลักษณะของหน่วยลงทุนหรือหุ้น (Characteristics of Units / Shares)

ประกอบด้วย

- การลงทุนขั้นต่ำและการถือครองต่อมาในภายหลัง (หากมี)
- คำอธิบายความแตกต่างของประเภทของหน่วยลงทุน / หุ้น รวมถึง สกิลเงินที่ใช้กับหน่วยลงทุนหรือหุ้นนั้น
- รูปแบบของเอกสารรับรอง (Form of certification)
- ความถี่ของการประเมินมูลค่าและการทำธุรกรรม (Frequency of valuation and dealing)

(5) กระบวนการเข้าร่วมโครงการและการไถ่ถอน (Application and redemption procedure)

ประกอบด้วย

- ชื่อของหนังสือพิมพ์รายวันในฮ่องกงที่จะตีพิมพ์ราคา\*
- กระบวนการจองซื้อ / ไถ่ถอน หน่วยลงทุน / หุ้น และในกรณีของ umbrella fund (กองทุนที่มีกองทุนย่อย ๆ อยู่ภายใต้กองทุนนั้น) ให้มีกระบวนการแปลงหน่วยลงทุน / หุ้น (conversion) ด้วย
- ช่วงเวลาสูงสุดระหว่างการร้องขอไถ่ถอนถึงการส่งเงินค่าไถ่ถอน
- สรุปสถานการณ์ที่ทำให้การทำธุรกรรมใน หน่วยลงทุน / หุ้น อาจถูกเลื่อนไปหรือพักไว้ก่อน
- คำยืนยัน (statement) ว่า จะไม่มีการจ่ายเงินใด ๆ ผ่านตัวกลางในฮ่องกงที่ได้รับใบอนุญาตหรือจดทะเบียนให้ดำเนินกิจการที่อยู่ภายใต้กำกับดูแล (regulated activity) ประเภทที่ 1 ตามส่วนที่ห้า ของ Securities and Futures Ordinance 2002

(6) นโยบายการจัดจำหน่าย (Distribution policy)

ประกอบด้วยนโยบายการจัดจำหน่ายและประมาณการวันที่จะมีการจ่ายเงินปันผล (หากมี)

(7) ค่าธรรมเนียมและค่าบริการ (Fee and Charges)

ประกอบด้วย

- ระดับของค่าธรรมเนียมและค่าบริการที่ผู้ลงทุนจะต้องจ่าย รวมถึงค่าบริการที่เก็บจากการจองซื้อ การไถ่ถอน และการแปลงหน่วยลงทุน / หุ้น (ในกรณีของ umbrella funds)

---

\* ตาม Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 11.7 กำหนดให้ ราคาเสนอขายหรือไถ่ถอนหรือมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของโครงการล่าสุดจะต้องตีพิมพ์อย่างน้อยเดือนละหนึ่งครั้งในหนังสือพิมพ์รายวันชั้นนำในฮ่องกงเป็นหนังสือพิมพ์ภาษาอังกฤษหนึ่งฉบับและภาษาจีนหนึ่งฉบับ

- ระดับของค่าธรรมเนียมและค่าบริการที่โครงการจะต้องจ่าย รวมถึงค่าธรรมเนียมการจัดการ ค่าธรรมเนียมผู้รับฝากทรัพย์สิน และค่าใช้จ่ายในตอนเริ่มโครงการ และ

- การบอกกล่าวระยะเวลาสำหรับการขึ้นค่าธรรมเนียม

ในกรณีที่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนได้รับสินค้าหรือบริการจากนายหน้าหรือผู้ค้า ต้องมีสรุปข้อตกลงในการได้รับสินค้าหรือบริการ นอกจากนี้ ต้องมีคำยืนยันถึงการไม่มีการเก็บเงินที่ให้เนื่องจากการติดต่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์ (rebate) โดยบุคคลใด ๆ เหล่านี้

#### (8) ภาษี (Taxation)

ประกอบด้วยรายละเอียดของภาษีที่เก็บจากรายได้หรือเงินทุนของโครงการ รวมถึงภาษีที่ถูกหักในการจัดจำหน่ายด้วย

#### (9) การรายงานและบัญชี (Reports and accounts)

ประกอบด้วย

- วันที่แห่งรอบปีทางบัญชีของโครงการ
- รายงานที่จะจัดส่งให้ผู้ถือที่จดทะเบียน และกำหนดเวลาส่ง

#### (10) คำเตือน (Warnings)

คำเตือนจะต้องแสดงให้เห็นเด่นชัดในเอกสารการเสนอขายในเรื่องต่อไปนี้

(ก) “Important - if you are in any doubt about the contents of this offering document, you should seek independent professional financial advice”.

(ข) คำเตือนอื่นตามที่กำหนดใน Appendix F

#### (11) ข้อมูลทั่วไป (General information)

ประกอบด้วย

- สถานที่ในฮ่องกงและรายการของตราสารจัดตั้ง (constitutive documents) เพื่อให้ผู้ลงทุนจะสามารถไปศึกษาโดยไม่เสียค่าใช้จ่ายหรือไปซื้อด้วยราคาที่สมเหตุผล

- วันที่มีการเผยแพร่เอกสารการเสนอขาย

- คำยืนยัน (statement) ว่า กรรมการและคณะกรรมการของโครงการหรือบริษัทจัดการที่ยอมรับความรับผิดชอบต่อข้อมูลที่แสดงในเอกสารการเสนอขายว่าถูกต้อง ณ วันที่มีการเผยแพร่

- ต้องไม่มีการแสดงรายละเอียดของโครงการที่ไม่ได้รับอนุญาต (unauthorized scheme) ในเอกสารการเสนอขาย หากมีการกล่าวถึงชื่อของโครงการเหล่านั้น จะต้องแสดงให้เห็นชัดแจ้งว่าโครงการดังกล่าวไม่ได้รับอนุญาตและไม่สามารถเสนอขายต่อประชาชนได้

## (12) การเลิกโครงการ (Termination of scheme)

ประกอบด้วยข้อมูลสรุปสถานการณ์ที่อาจเลิกโครงการ

## 3.1.3 การกำกับดูแลและการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ของฮ่องกงคือ Securities and Futures Ordinance 2002 ได้บัญญัติเกี่ยวกับการให้ใบอนุญาตและการจดทะเบียนไว้ในส่วนที่ห้า ซึ่งกำหนดให้บุคคลที่ประกอบการค้าการเงินที่อยู่ภายใต้กำกับดูแล (regulated activities) จะต้องมาขออนุญาตหรือจดทะเบียนกับ SFC โดยแบ่งเป็นสองกลุ่มคือ (1) บุคคลที่มีใช้สถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาต (authorized financial institution) ต้องเป็นบริษัทที่ได้รับใบอนุญาต (licensed corporation) (2) ส่วนบุคคลที่เป็นสถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาตตามมาตรา 2(1) แห่ง Banking Ordinance ต้องมาจดทะเบียนเป็นสถาบันจดทะเบียน (registered institution) ต่อ SFC<sup>23</sup>

ตามกฎหมายปัจจุบัน ฮ่องกงได้ใช้ระบบการให้ใบอนุญาตแนวใหม่ โดยเป็นระบบการให้ใบอนุญาตเดี่ยว (single licensing regime) ซึ่งผู้ได้รับอนุญาตสามารถดำเนินการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลได้ทุกประเภทภายใต้เงื่อนไขที่ว่า บุคคลนั้นจะต้องมีคุณสมบัติและความเหมาะสม (fit and proper) ที่จะกระทำการนั้น<sup>24</sup> ซึ่งการดำเนินการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล ตามที่กำหนดไว้มี 9 ประเภท ได้แก่

ประเภทที่ 1 การทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Dealing in securities)

ประเภทที่ 2 การทำธุรกรรมเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Dealing in futures contracts)

ประเภทที่ 3 การให้บริการปริวรรตเงินตรา (Leveraged foreign exchange trading)

ประเภทที่ 4 การให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Advising on securities)

ประเภทที่ 5 การให้คำแนะนำเกี่ยวกับสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Advising on futures contracts)

ประเภทที่ 6 การให้คำแนะนำเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนแก่บริษัท (Advising on corporate finance)

<sup>23</sup> Hong Kong Securities and Futures Commission. Licensing Information Booklet. [Online]. 2003. Available from: <http://www.hksfc.org.hk> [2004, June 9] pp. 5-6.

<sup>24</sup> Hong Kong Securities and Futures Commission. Licensing Information Booklet. [Online]. 2003. Available from: <http://www.hksfc.org.hk> [2004, June 9] pp. 3-4.



ประเภทที่ 7 การให้บริการซื้อขายหลักทรัพย์แบบอัตโนมัติ (Providing automated trading services)

ประเภทที่ 8 การให้บริการจัดหาเงินทุนสินเชื่อสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทมาร์จิ้น (Securities margin financing)

ประเภทที่ 9 การจัดการลงทุน (Asset management)

โดยในกรณีที่บุคคลใดได้รับใบอนุญาตประเภทที่ 1 การทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Dealing in securities) แล้ว ก็จะไม่ต้องขอใบอนุญาต ประเภทที่ 4 การให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Advising on securities) อีก เพราะการให้คำแนะนำ เป็นเพียงการให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์เท่านั้น เว้นแต่บริษัทมีการแยกส่วนของธุรกิจการให้คำแนะนำออกต่างหาก และได้รับคำตอบแทนต่างหาก<sup>25</sup>

ในส่วนของความหมายของคุณสมบัติและความเหมาะสม (determination of “fit and proper”) สำหรับการดำเนินการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลแต่ละประเภทนั้น มาตรา 129 แห่ง Securities and Futures Ordinance 2002 ได้กำหนดว่า ในการประเมินบุคคลว่ามีคุณสมบัติและความเหมาะสมหรือไม่นั้น จะพิจารณาจากสิ่งต่อไปนี้

- (1) สถานะทางการเงิน
- (2) การศึกษาหรือคุณสมบัติอื่นที่เกี่ยวข้องกับบทบาทหน้าที่ (function) ที่จะปฏิบัติในแต่ละประเภท
- (3) ความสามารถในการดำเนินการที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล ได้โดยมีประสิทธิภาพ ซื่อสัตย์สุจริต (honestly) และเป็นธรรม (fairly)
- (4) ชื่อเสียง ความน่าเชื่อถือ และประวัติทางการเงินที่สุจริต

การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับโครงการลงทุนเป็นกลุ่มและธุรกิจการจัดการลงทุนเข้าลักษณะในประเภทดังต่อไปนี้

### 3.1.3.1 การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เกี่ยวกับการจัดจำหน่ายและขายหน่วยลงทุน

การจำหน่ายหน่วยของ unit trust หรือหุ้นของ mutual fund corporation สามารถกระทำผ่านช่องทางดังต่อไปนี้

- (1) การจำหน่ายเองโดยตรงของโครงการ (fund houses)

<sup>25</sup> Hong Kong Securities and Futures Commission. FAOs Licensing Related Topic 1 Regulated Activities. [Online]. 2004. Available from: <http://www.hksfc.org.hk> [2004, June 9].

(2) การจำหน่ายผ่านตัวกลาง (intermediaries) เช่น ธนาคาร ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ (independent financial advisors) หรือนายหน้า (discount brokers)

(3) การจำหน่ายผ่านช่องทางอื่น เช่น บริษัทประกันภัยหรือบริษัทบัญชี (insurance/accounting firm) หรือบริษัทหลักทรัพย์

ทั้งนี้ บุคคลดังกล่าวข้างต้นต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และปฏิบัติให้เป็นไปตาม Code of Conduct for Persons Registered with the SFC โดยต้องมีคุณสมบัติและความเหมาะสมที่จะกระทำการในประเภทที่ 1 การทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Dealing in securities) และหากมีการให้คำแนะนำเกี่ยวกับโครงการก็จะต้องมีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะกระทำการในประเภทที่ 4 การให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (Advising on securities) ด้วย<sup>26</sup>

### 3.1.3.2 การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เกี่ยวกับการจัดการลงทุน

ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่า Code on Unit Trust and Mutual Funds กำหนดให้โครงการลงทุนเป็นกลุ่มที่ขอรับความเห็นชอบจาก SFC ต้องแต่งตั้งบริษัทจัดการที่ได้รับความเห็นชอบจาก SFC เว้นแต่โครงการลงทุนเป็นกลุ่มนั้นเป็น self-managed schemes ที่มีคณะกรรมการของตนเองทำหน้าที่ของบริษัทจัดการ<sup>27</sup> โดย Code on Unit Trust and Mutual Funds ได้วางหลักเกณฑ์ในการพิจารณาให้ความเห็นชอบบริษัทจัดการว่า SFC จะพิจารณาจากปัจจัยดังต่อไปนี้<sup>28</sup>

(1) คุณสมบัติของบุคคลหลัก (key personnel) ของบริษัทจัดการหรือของที่ปรึกษาการลงทุน (ในกรณีที่มีการมอบการจัดการลงทุนช่วง) เช่น เกี่ยวกับประสบการณ์การจัดการลงทุน การเป็นผู้ปฏิบัติงานเต็มเวลา (full-time staff) เป็นต้น

(2) ความเพียงพอของทรัพยากรบุคคลตลอดจนปัจจัยทางเทคนิค

(3) ความซื่อสัตย์สุจริตโดยรวมและระบบการควบคุมภายในของบริษัท

(4) ในกรณีที่มีการมอบการจัดการลงทุนช่วงให้แก่บุคคลภายนอก บริษัทจัดการต้องควบคุมดูแลการปฏิบัติงานของผู้รับมอบการจัดการอย่างต่อเนื่อง และตรวจสอบการทำงานอย่างสม่ำเสมอ โดยบริษัทจัดการดังกล่าวยังมีหน้าที่และความรับผิดชอบอยู่แม้จะมีการมอบการจัดการลงทุนช่วงไปแล้ว

<sup>26</sup> Hong Kong Investment Funds Association. Fund Investment: Your Questions Answered. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf)[2004, June 9], p. 12-14.

<sup>27</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.1

<sup>28</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.5

บุคคลที่ประกอบกิจการจัดการลงทุนซึ่งอาจเป็นบริษัทจัดการหรือที่ปรึกษาการลงทุนที่ได้รับมอบหมายจะต้องปฏิบัติตาม Fund Manager Code of Conduct<sup>29</sup> ด้วย

ผู้จัดการลงทุนนั้นตาม Securities and Futures Ordinance 2002 กำหนดให้ต้องได้รับใบอนุญาตให้ประกอบการค้าเงินที่ได้อยู่ภายใต้กำกับดูแลประเภทที่ 9 การจัดการลงทุน (Asset management) และนอกจากการปฏิบัติหน้าที่ตามปกติแล้ว ในการปฏิบัติหน้าที่เกี่ยวกับการจัดการลงทุนอื่น ๆ บริษัทจัดการจะต้องได้รับใบอนุญาตหรือจดทะเบียนตาม Part V ของ Securities and Futures Ordinance 2002 เพื่อการค้าเงินธุรกิจที่ได้อยู่ภายใต้การกำกับดูแลประเภทอื่นนั้นด้วย ซึ่งประเภทของใบอนุญาตจะขึ้นอยู่กับว่าบริษัทได้ดำเนินการอะไรบ้างในฮ่องกง<sup>30</sup>

นิยามการประกอบธุรกิจการจัดการลงทุน “Asset management” ของฮ่องกงตาม Schedule 5 Regulated Activities แห่ง Securities and Futures Ordinance 2002 กำหนดว่า คือ การให้บริการจัดการพอร์ตการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำหรับบุคคลอื่น (providing a service of managing a portfolio of securities or futures contracts for another person) โดยไม่รวมถึงการค้าเงินของบุคคลต่อไปนี้

(1) บริษัทที่ให้บริการแก่บริษัทย่อย (subsidiaries) ของตนเอง บริษัทแม่ของตนเอง (its holding company) หรือบริษัทย่อยอื่นของบริษัทแม่ของตน

(2) บุคคลที่ได้รับใบอนุญาตประกอบการค้าเงินที่ได้อยู่ภายใต้กำกับดูแลประเภทที่ 1 หรือประเภทที่ 2 ซึ่งให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการค้าเงินที่ได้อยู่ภายใต้กำกับดูแล (incidental to the carrying on of that regulated activity)

(3) สถาบันการเงินที่ได้รับอนุญาต (authorized financial institution) ที่จดทะเบียนประกอบการค้าเงินที่ได้อยู่ภายใต้กำกับดูแล ประเภทที่ 1 หรือประเภทที่ 2 ซึ่งให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการค้าเงินที่ได้อยู่ภายใต้กำกับดูแล รวมถึงบุคคลธรรมดาที่จดทะเบียนกับ Monetary Authority ภายใต้มาตรา 20 ของ Banking Ordinance (Cap.155) ที่สถาบันการเงินดังกล่าวจ้างให้กระทำการดังกล่าวด้วย

(4) ทนายความ (solicitor) ที่ให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการประกอบวิชาชีพตามความหมายที่กำหนดใน Legal Practitioners Ordinance (Cap.159)

(5) ที่ปรึกษา (counsel) ที่ให้บริการที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการประกอบวิชาชีพดังกล่าว

<sup>29</sup> Hong Kong Investment Funds Association. Fund Investment: Your Questions Answered. [Online]. 2003. Available from: [http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E\\_FundInv.pdf](http://www.hkifa.org.hk/english/PDF/E_FundInv.pdf) 2004. June 9], p.14.

<sup>30</sup> Code on Unit Trust and Mutual Funds ข้อ 5.6

(6) ผู้ประกอบวิชาชีพทางบัญชีที่ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการประกอบวิชาชีพตามความหมายที่กำหนดใน Professional Accountants Ordinance (Cap.50)

(7) บริษัททรัสต์ที่จดทะเบียนตาม Part VIII แห่ง Trustee Ordinance (Cap.29) ที่ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าว

### 3.1.4 บทสรุป

ตาม Securities and Futures Ordinance 2002 ของฮ่องกง ได้กำหนดขอบเขตนิยามโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม เพื่อให้ใช้ได้กับผลิตภัณฑ์การลงทุน (investment products) ต่าง ๆ ที่มีลักษณะของการลงทุนเป็นกลุ่ม (collective nature) และเป็นการครอบคลุมแนวความคิดทั้ง unit trust บริษัทกองทุนรวม (mutual fund corporation) และข้อตกลงการจัดการลงทุน (investment arrangements) ซึ่งเห็นได้ว่า ความหมายของผลิตภัณฑ์การลงทุนที่จัดเป็นโครงการลงทุนเป็นกลุ่มนั้น เป็นการพิจารณาจากสาระ (substance) เป็นสำคัญ โดยมีได้จำกัดที่รูปแบบของโครงการ และเพื่อให้เกิดความยืดหยุ่นของบทบัญญัติตามภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงและมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ นอกจากนี้ the Financial Secretary ก็ได้ให้อำนาจตามมาตรา 393 แห่ง Securities and Future Ordinance 2002 แก่ SFC ในการกำหนดผลิตภัณฑ์ที่จัดเป็นโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม ซึ่งจะเห็นได้ว่า บทบัญญัติของฮ่องกงทำให้การกำกับดูแลครอบคลุม และสามารถบังคับกฎหมาย (enforcement) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ในการจัดตั้งโครงการลงทุนเป็นกลุ่มเพื่อระดมทุนนั้น กฎหมายฮ่องกงมิได้มีข้อกำหนดให้ผู้จัดตั้งโครงการต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์แต่อย่างใด สำหรับการตรวจสอบและคานอำนาจของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม กฎหมายฮ่องกงกำหนดให้เป็นหน้าที่ของทรัสต์หรือคณะกรรมการบริษัท แล้วแต่กรณี โดยกำหนดให้ทรัสต์และผู้รับฝากทรัพย์สินมีคุณสมบัติและบทบาทหน้าที่เป็นอย่างเดียวกัน ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับการคุ้มครองโดยเท่าเทียมกันไม่ว่าจะลงทุนใน Unit trust หรือ Mutual fund corporation ก็ตาม และกำหนดให้บุคคลที่ทำหน้าที่เป็นทรัสต์หรือผู้รับฝากทรัพย์สินและบริษัทจัดการต้องเป็นอิสระต่อกัน

ในส่วนการให้ใบอนุญาตแก่ผู้ประกอบธุรกิจจัดการลงทุนนั้น ตาม Securities and Futures Ordinance 2002 กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจให้บริการจัดการพอร์ตการลงทุนในหลักทรัพย์หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำหรับบุคคลอื่น ต้องได้รับใบอนุญาตให้ประกอบการดำเนินการที่อยู่ภายใต้กำกับดูแลประเภทที่ 9 การจัดการลงทุน (Asset management) โดยมีได้แบ่งประเภทว่าเป็นการจัดการลงทุนให้ผู้ลงทุนรายย่อยที่รวมเงินขึ้นเป็นกองทุนกับการจัดการให้ผู้ลงทุนรายใหญ่แต่อย่างใด

## 3.2 การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนในประเทศออสเตรเลีย

3.2.1 ความเป็นมาของกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน และโครงสร้างกฎหมายที่ใช้บังคับในปัจจุบัน

3.2.1.1 ความเป็นมาของกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน

(1) ความเป็นมาของกฎหมายในส่วนที่ว่าด้วยการระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน

กฎหมายในส่วนที่ว่าด้วยการระดมทุน โดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนในปัจจุบัน เป็นผลมาจากการปฏิรูปกฎหมายครั้งใหญ่ในช่วงทศวรรษ 1990 เพื่อแก้ไขปัญหาทางกฎหมายที่เกิดขึ้นในการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนและโครงการจัดการลงทุน โดยมีเนื้อหาหลักเกณฑ์ที่เป็นรูปแบบใหม่ที่นำเสนอศึกษาถึงพัฒนาการในเรื่องนี้

บทบัญญัติในเรื่องส่วนได้เสียในการลงทุน (investment interest) นอกจากหุ้นและหุ้นกู้ เริ่มมีการกำหนดไว้ในกฎหมายของหลายรัฐของประเทศออสเตรเลียเมื่อมีการแก้ไข Uniform Companies Act ในช่วงทศวรรษที่ 1970 โดยในปี 1975 ถึง 1976 รัฐต่าง ๆ ได้นำ Companies Code ซึ่งมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 1982 มาใช้เป็นกฎหมาย ซึ่งกฎหมายดังกล่าว มีการริเริ่มกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับองค์ประกอบพื้นฐานของนิยามคำว่า ส่วนได้เสีย (interest) ที่เป็นที่รู้จักกันว่า “ส่วนได้เสียที่กำหนด (prescribed interests)” ขึ้น โดยขอบเขตของการใช้บทบัญญัติ อยู่ที่นิยามของคำว่า “ส่วนได้เสียที่กำหนด (prescribed interests)” และ “การมีส่วนร่วมในส่วนได้เสีย (participation of interests)” คือพิจารณาจากการที่ช่องทางในการลงทุน (investment opportunity) นั้นเป็นสิทธิในการมีส่วนร่วมหรือส่วนได้เสียในกำไร สินทรัพย์ หรือการเปลี่ยนทรัพย์สินให้เป็นเงิน (realisation) ที่นักลงทุนถูกชักจูงให้ลงทุนโดยคาดหวังกำไรจาก ค่าเช่าหรือผลประโยชน์จากการดำเนินการของผู้ริเริ่ม โครงการหรือของบุคคลที่สาม หรือสัญญาการลงทุน (เป็นถ้อยคำที่มีการนิยามไว้) ซึ่งบริษัทมหาชนเท่านั้นที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายส่วนได้เสียที่กำหนด (prescribed interests) เพื่อการลงทุน ทั้งนี้ สิทธิและส่วนได้เสียบางประการได้ถูกยกเว้นออกนอกนิยามของคำว่า “การมีส่วนร่วมในส่วนได้เสีย (participation of interests)” โดยหลักเกณฑ์ที่สำคัญกำหนดว่า การเสนอขายส่วนได้เสียที่กำหนด (prescribed interests) เพื่อการลงทุนต้องมีข้อตกลงที่ผ่านความเห็นชอบ (approved deed) และมีผลบังคับ และต้องได้ยื่นหนังสือชี้ชวนต่อทางการ เว้นแต่เป็นกรณีการเสนอขายที่ได้รับการยกเว้น โดยข้อตกลงที่ผ่านความเห็นชอบ (approved

deed) คือ ข้อตกลงที่ผ่านความเห็นชอบ โดยผู้จัดการหรือทรัสต์ หรือทั้งผู้จัดการและทรัสต์ ที่มีเนื้อหาตาม Corporations Law และ ASX Listing Rules (for a listed scheme) โดยผู้จัดการต้องมีใบอนุญาตให้ทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealers licence) และทรัสต์ต้องเป็นบุคคลที่ได้รับความเห็นชอบ<sup>31</sup>

ข้อเสนอให้มีการแก้ไขปรับปรุงกฎหมายที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลโครงการจัดการลงทุนของประเทศออสเตรเลียมีมาก่อนช่วงทศวรรษ 1990 แต่จุดเปลี่ยนสำคัญเกิดจากปัญหาในช่วงปี 1988 และ 1991 เนื่องจากตลาดอสังหาริมทรัพย์มีการเคลื่อนไหวของราคาที่สูงขึ้นในช่วงแรก ทำให้มีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นมาก แต่ช่วงหลังมีการลดต่ำลงของมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากปัญหาสภาพคล่องของ unlisted property trust ซึ่งในขณะเดียวกันผู้ลงทุนจำนวนมากก็พยายามที่จะไถ่ถอนการลงทุน จนทำให้เกิดความล้มเหลวของ trust investments in the estate mortgage ทำให้เกิดการแทรกแซงโดยการออกกฎหมาย Corporation Law (Unlisted Property Trust) Act 1991 ระบุการไถ่ถอนจาก unlisted property trust เพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่อง จากเหตุการณ์ดังกล่าว ในปี 1991 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงยุติธรรม (the Commonwealth Attorney-General) จึงได้มอบหมายให้ Australian Law Reform Commission (ALRC) และ Companies and Securities Advisory Committee (CASAC) พิจารณากรอบทางกฎหมายที่จะนำมาใช้ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุดในการกำกับดูแลการลงทุนประเภทนี้<sup>32</sup> ต่อมาในปี 1993 ALRC และ CASAC ได้ออกรายงานฉบับสมบูรณ์เรื่อง Collective Investment Schemes: Other People's Money (Report No. 65) โดยรายงานดังกล่าวได้สรุปปัญหาทางกฎหมายที่สำคัญ ได้แก่<sup>33</sup>

- การที่กฎหมายกำหนดให้แต่ละโครงการมีทั้งบริษัทจัดการและทรัสต์ แต่ไม่มีความชัดเจนในการแบ่งหน้าที่จัดการ โครงการก่อให้เกิดความสับสน ไม่ยืดหยุ่น และก่อปัญหาในทางปฏิบัติที่บริษัทจัดการและทรัสต์จะปิดความรับผิดชอบไปยังอีกฝ่ายหนึ่ง

- กฎเกณฑ์มีช่องโหว่ในการกำหนดเกี่ยวกับความเพียงพอของข้อมูลที่จะต้องให้แก่ผู้ลงทุนในโครงการและผู้ที่กำลังจะมาลงทุนในโครงการ ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนอาจไม่เข้าใจอย่างแท้จริงว่าเงินนั้นจะนำไปลงทุนในอะไรบ้าง และมีความเสี่ยงอย่างไร

<sup>31</sup> H A J Ford, R P Austin, and Ramsay, Ford's Principles of Corporations. 10th ed. (New South Wales : Butterworths, 2001), pp. 998-999.

<sup>32</sup> Paul Von Nessen and Sean Robertson, A Practical Guide to Managed Investments. 2<sup>nd</sup> ed. (New South Wales : Lawbook Co., 2002), pp. 2-3.

<sup>33</sup> Australian Law Reform Commission and the Companies and Securities Advisory Committee, Report No. 65 Collective Investment Schemes: Other People's Money, summary. (Canberra: National Capital Printing, 1993), pp. 4-11.

- กฎหมายกำหนดให้บริษัทจัดการซื้อคืนผลประโยชน์เมื่อถูกทวงถาม ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจไปว่า ผู้ลงทุนสามารถได้เงินคืนมาโดยง่ายกว่าการที่โครงการจะได้รับเงินจากการขายทรัพย์สินออกไป ซึ่งเป็นปัญหาพื้นฐานที่ทำให้เกิดการล่มสลายของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในช่วงปี 1991

- มีกฎเกณฑ์ข้อจำกัดเกี่ยวกับผู้ที่จะสามารถดำเนินการโครงการน้อยมาก โดยเฉพาะการไม่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับเงินทุนของบริษัทจัดการ

นอกจากนี้แล้วยังมีความบกพร่องอื่น ๆ เช่น กฎเกณฑ์ที่กำกับดูแลโครงการที่จัดการโดยบริษัทประกันชีวิต ซึ่งบริษัทสามารถขายต่อประชาชนได้โดยไม่จำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างสมบูรณ์เกี่ยวกับผลตอบแทนที่ที่ปรึกษาจะได้รับ เป็นต้น

จากปัญหาดังที่กล่าวมาข้างต้น ALRC และ CASAC ก็ได้สรุปเนื้อหาและข้อเสนอแก้ไขกฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ ณ ขณะนั้น ซึ่งมีสาระสำคัญโดยสรุปดังนี้

(ก) มาตรการเพื่อให้บริษัทจัดการปฏิบัติตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ของโครงการ

1. กฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ ณ ขณะนั้น: กฎหมายที่ใช้บังคับอยู่ ณ ขณะนั้นกำหนดให้โครงการลงทุนเป็นกลุ่มตาม Corporations Law จะต้องจัดตั้งขึ้นภายใต้ approved deed ที่ได้รับความเห็นชอบจาก Australian Securities Commission (ASC) และจัดการโดยบริษัทมหาชน จำกัดที่มี dealer licence และมีทรัสต์ที่เป็นอิสระจากบริษัทจัดการ โดยทรัสต์ดังกล่าวต้องได้รับความเห็นชอบจาก ASC เพื่อทำหน้าที่ถือทรัพย์สินของทรัสต์ และกำกับดูแลบริษัทจัดการให้ปฏิบัติตาม Corporations Law และตราสารก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) รวมทั้งคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุน

2. ปัญหาที่สำคัญอันเกิดจากโครงสร้างข้างต้น:

- การกำหนดให้มีทั้งบริษัทจัดการและทรัสต์อิสระในการจัดการกองทุนก่อให้เกิดความสับสนว่า ใครจะเป็นผู้รับผิดชอบต่อผู้ลงทุน

- ประสิทธิภาพของโครงสร้างในการส่งเสริมให้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย

- ในทางปฏิบัติ โครงสร้างของค่าธรรมเนียมที่ให้แก่บริษัททรัสต์จะต่ำมาก โดยให้เป็นร้อยละของมูลค่าสินทรัพย์ของโครงการ (มักจะน้อยกว่า 0.1%) โดยไม่คำนึงถึงว่าจะมีภาระงานมากเท่าใด ผู้ที่เกี่ยวข้องในภาคอุตสาหกรรมการจัดการลงทุนต่างเห็นพ้องกันว่า โครงสร้างค่าธรรมเนียมดังกล่าว ไม่เพียงพอต่อการที่บริษัททรัสต์จะดำเนินการในบทบาทของตัวเองได้อย่างมีประสิทธิภาพ

3. ข้อเสนอแนะ:

- หน้าที่ของผู้ดำเนินการโครงการ: ควรแก้ไขกฎหมายเพื่อส่งเสริมให้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย โดยยกเลิกข้อกำหนดที่ให้ทั้งบริษัทจัดการและ trustee ในการจัดการกองทุน

และแทนที่ด้วยการให้มีเพียงผู้รับผิดชอบเพียงคนเดียว (single entity) ที่จะเป็นผู้ดำเนินการจัดการโครงการลงทุน และกฎหมายควรกำหนดหน้าที่ของ entity ไว้อย่างชัดเจนให้เป็นหน้าที่ที่มีโดยตรงต่อผู้ถือหุ้น โดยมิคณะกรรมการของผู้ดำเนินโครงการเป็นผู้ตรวจสอบการทำหน้าที่

- การปฏิบัติตามกฎหมาย: ควรมีมาตรการเพื่อให้มีการปฏิบัติตามกฎหมาย โดยกำหนดกฎหมายที่ส่งเสริมให้ผู้ดำเนินการมีมาตรการป้องกันการกระทำที่ขัดต่อกฎหมายและตราสารจัดตั้งโครงการ (scheme constitution) และกรรมการของผู้ดำเนินการควรที่จะมีความรับผิดชอบต่อปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย นอกจากนี้ ผู้ดำเนินการโครงการควรเป็นผู้ได้รับใบอนุญาตจาก ASC และ ASC ควรที่จะกำหนดเงื่อนไขในการพิจารณาว่า ผู้ขออนุญาตได้เสนอมาตรการในการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายได้อย่างเพียงพอหรือไม่ และกรรมการของผู้ดำเนินการจะต้องรับรองก่อนที่จะได้รับอนุญาตว่า ผู้ดำเนินการสามารถที่จะปฏิบัติตามเงื่อนไข และสามารถตรวจสอบและป้องกันการละเมิดกฎหมายหรือตราสารจัดตั้ง

- บทบาทของกรรมการ: กรรมการของผู้ดำเนินการโครงการลงทุนเป็นกลุ่มควรที่จะมีหน้าที่ที่ชัดเจนต่อผู้ลงทุน ซึ่งหน้าที่นั้นก็จะเช่นเดียวกับที่กรรมการมีต่อบริษัทของตนเอง เช่น ต้องไม่แสวงหากำไรอันไม่สมควรจากการดำรงตำแหน่ง ยิ่งกว่านั้น กรรมการอย่างน้อยครึ่งหนึ่งในคณะกรรมการควรที่จะประกอบด้วย กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร คือ กรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้จัดการงานบริษัทในลักษณะของงานประจำวัน (day to day running of the company) และไม่มีหุ้นหรือผลประโยชน์อื่นในบริษัท ซึ่งจะเป็นผู้ตรวจสอบ และช่วยให้ผู้ดำเนินการโครงการปฏิบัติตามกฎหมายและตราสารจัดตั้งโครงการ

- การตรวจตราและสอบบัญชี: ควรเพิ่มบทบาทของ ASC ให้มากขึ้นและคล่องตัวในการกำกับดูแลโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม ASC ควรมีอำนาจในการตรวจตราผู้ดำเนินการ และตรวจตราโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม โดยมีอำนาจในการเข้าไปค้น และตรวจสอบเอกสารและบันทึกต่าง ๆ ได้ โดยผ่านรูปแบบข้อตกลงผูกพันให้ ASC มีอำนาจดังนั้น แทนการให้อำนาจผ่านกระบวนการทางศาล ในลักษณะเดียวกับที่ Trade Practices Act 1974 กำหนดให้ Trade Practices Commission กระทำได้ และเพิ่มบทบาทของผู้สอบบัญชี ในกรณีที่พบการฝ่าฝืนกฎหมายหรือตราสารจัดตั้งโครงการ ให้ผู้สอบบัญชีรายงานต่อ ASC

(ข) มาตรการเพื่อให้ผู้ลงทุนทราบข้อมูลเกี่ยวกับโครงการ

1. หน้าที่โดยทั่วไปในการเปิดเผยข้อมูล: ตาม Corporations Law กำหนดหน้าที่ทั่วไปของผู้จัดการโครงการที่จะต้องออกหนังสือชี้ชวนที่มีข้อมูลให้ผู้ลงทุนควรรู้ และคาดหมายได้ว่าจะต้องมีในหนังสือชี้ชวน เพื่อวัตถุประสงค์ในการประเมินผลประโยชน์และความเสี่ยงที่เสนอโดยโครงการ ซึ่งควรจะมีการเพิ่มระดับของการเปิดเผยข้อมูลให้มากยิ่งขึ้น

2. การเปิดเผยข้อมูลที่ควรกำหนดเพิ่ม:



- ข้อมูลจำเพาะที่ควรระบุในหนังสือชี้ชวน: ควรเพิ่มการเปิดเผยข้อมูลจำเพาะมากขึ้น ที่สำคัญ เช่น ผลประกอบการในปีปัจจุบัน และรายละเอียดของค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายซึ่งรวมถึงค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายของผู้ดำเนินการ

- การกู้ยืมเงิน: โครงการที่สามารถกู้ยืมเงินได้ตามที่กำหนดในตราสารจัดตั้งมากกว่า 10% ของมูลค่าทรัพย์สิน ควรเปิดเผยข้อเท็จจริงดังกล่าว

- การแจ้งข้อมูลแก่ผู้ลงทุน: ผู้ดำเนินการโครงการควรมีหน้าที่ส่งรายงานประจำปีและบัญชีแก่ผู้ลงทุน และมีหน้าที่โดยชัดแจ้งในการแจ้งผู้ลงทุนเมื่อมีเหตุการณ์สำคัญเกิดขึ้น

(ค) มาตรการเพื่อเชื่อมโยงสิทธิของผู้ลงทุนในการได้เงินคืนกับการขายสินทรัพย์ของโครงการ

1. ปัญหา: ผลประโยชน์ของโครงการลงทุนเป็นกลุ่ม (เช่น listed unit trusts) ได้จดทะเบียนใน Australian Stock Exchange (ASX) และสามารถซื้อขายได้อย่างอิสระเช่นเดียวกับหุ้น และ Corporations Law กำหนดให้ผู้จัดการโครงการซื้อคืนผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเมื่อถูกทวงถาม ผลกระทบคือ ผู้ดำเนินโครงการก็ต้องขายทรัพย์สินของโครงการเพื่อเอาเงินมาซื้อคืน ซึ่งทรัพย์สินดังกล่าวก็มีตั้งแต่ เงินสด ทรัพย์สินที่ขายได้ง่าย เช่น หุ้น ไปจนถึงทรัพย์สินที่ขายได้ยาก เช่น อาคารพาณิชย์ การกำหนดเช่นนี้ทำให้เกิดความเข้าใจผิดต่อผู้ลงทุนว่า ผู้ลงทุนสามารถได้เงินสดกลับมาโดยง่าย แต่ถ้าหากผู้ดำเนินการไม่สามารถซื้อคืนโดยอาศัยเงินกองทุนหรือทรัพย์สินที่มีสภาพคล่อง (เช่นเงินที่ได้จากผู้ลงทุนรายใหม่) ก็จะถูกบังคับให้ยืม หรือขายสินทรัพย์ของโครงการ ซึ่งเป็นการทำให้สินทรัพย์ของโครงการมีมูลค่าลดลง อันจะทำให้ไม่เป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุน ความยุ่งยากอันเกิดจากกฎหมายนี้ แสดงให้เห็นในวิกฤตการณ์ของ unlisted property trusts ในช่วงกลางปี 1991

2. หลักในการแก้ไขปัญหา: รายงานฉบับนี้เสนอแนะว่า การซื้อคืนควรอยู่บนพื้นฐานของความเป็นธรรมและเท่าเทียมกันต่อผู้ลงทุนทุกรายในโครงการ คือเป็นการเสนอบนพื้นฐานที่เป็นธรรมระหว่างผู้ลงทุนทุกรายที่รับข้อเสนอในการซื้อคืน และไม่ก่อให้เกิดความเสียหายต่อผู้ลงทุนที่ยังต้องการอยู่ในโครงการ

3. ข้อเสนอแนะ:

- การซื้อคืน: บทบัญญัติเกี่ยวกับการซื้อคืนที่ใช้อยู่ควรถูกยกเลิก และกำหนดให้ผู้ดำเนินการโครงการสามารถที่จะซื้อคืนได้โดยใช้เงินจากกองทุนที่ระบุไว้เพื่อวัตถุประสงค์นี้ และเป็นการเสนอซื้อเป็นการทั่วไปต่อผู้ลงทุน โดยต้องเปิดเผยข้อมูลล่วงหน้าว่า จะต้องใช้เงินเท่าไรในการซื้อคืน กรณีที่จำนวนเงินกองทุนไม่พอซื้อผลประโยชน์ที่มีผู้ขาย ผู้ดำเนินการควรซื้อผลประโยชน์นั้นตามสัดส่วน

- การไถ่ถอน: ควรมีการแก้ไขกฎหมายเพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถไถ่ถอนผลประโยชน์จากโครงการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้เฉพาะกรณีที่โครงการมีเงินสดพอที่จะจ่าย ควรสร้างให้เกิดความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่างความสามารถของผู้ลงทุนที่จะได้เงินคืน กับความสามารถในการขายสินทรัพย์ของโครงการ

(ง) มาตรการอื่น ๆ

1. เงินทุนของผู้ดำเนินการโครงการ: ควรกำหนดให้ผู้ดำเนินการโครงการมีเงินทุนสุทธิอย่างน้อย 5% ของมูลค่าสินทรัพย์รวมทั้งหมดที่อยู่ภายใต้การจัดการ โดยมีจำนวนขั้นต่ำ 100,000 ดอลลาร์ แต่ไม่เกิน 500,000 ดอลลาร์

2. ผู้ลงทุนจำนวนมากลงทุนในโครงการลงทุนเป็นกลุ่มผ่านตัวกลาง เช่น ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้วางแผนทางการเงิน และผู้ค้าหลักทรัพย์ โดยผู้ค้าหลักทรัพย์ และที่ปรึกษาการลงทุนนั้นเป็นกลุ่มที่ต้องรับใบอนุญาตอยู่แล้วตาม Corporations Law ซึ่งการให้ใบอนุญาตดังกล่าวควรมีการปรับปรุงดังนี้

- ที่ปรึกษาอิสระ (independent advisers) : สถาบันตัวกลางจะสามารถเรียกได้ว่าเป็นอิสระ ต่อเมื่อได้รับค่าบริการจากลูกค้า ไม่ใช่จากผู้ดำเนินการโครงการ

- สถาบันตัวกลางทุกประเภทควรจะสอบถามลูกค้าก่อนที่จะแนะนำว่าลูกค้าควรจะลงทุนอย่างไร

- สถาบันตัวกลางควรมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมและค่านายหน้า โดยแจ้งลูกค้าว่า เงินที่ลูกค้าได้ลงทุนไปเป็นจำนวนเท่าไร และจะถูกจ่ายเป็นค่านายหน้า ค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายอื่นเป็นจำนวนเท่าไร นอกจากนี้ ควรแจ้งด้วยว่า ค่านายหน้าและค่าธรรมเนียมที่ตนได้รับจากการลงทุนนั้นมีอะไรบ้าง ทั้งนี้ ไม่ควรที่จะควบคุมจำนวนที่สถาบันตัวกลางจะได้รับผ่านค่านายหน้าและการจัดการ แต่เป็นเรื่องที่ผู้ลงทุนที่จะจ่ายเงินนั้น ที่จะต้องทราบผลประโยชน์ที่สถาบันตัวกลางจะได้รับ ในขณะที่ผู้ลงทุนตัดสินใจในการลงทุน

3. เนื่องจากผู้ลงทุนไม่มีอำนาจควบคุมการจัดการลงทุนในลักษณะของงานประจำวัน (day to day involvement in the management) ผู้ลงทุนจึงควรมีสถิตติดต่อไปนี้

- สิทธิในการปลดผู้ดำเนินการโครงการและตั้งผู้ดำเนินการอื่นแทน
- สิทธิในการตัดสินใจยุติและเลิกโครงการ
- สิทธิในการแก้ไขตราสารจัดตั้ง (constitution) โครงการ

นอกจากนี้ ผู้ลงทุนควรได้รับการปกป้องจากการกระทำที่ไม่เป็นธรรมและการเลือกปฏิบัติของผู้ดำเนินการโครงการหรือกลุ่มผู้ลงทุนอื่น

4. การระงับข้อพิพาทโดยการฟ้องคดีของผู้ลงทุนแต่ละรายทางศาลนั้นไม่เหมาะสมในทางปฏิบัติ เพราะมีค่าใช้จ่ายสูง ดังนั้น ในปัจจุบันจึงได้มีการตั้ง complaint tribunal

สำหรับอุตสาหกรรมกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (superannuation industry) ซึ่งมาตรการเดียวกันนี้ยังไม่มีการกำหนดสำหรับโครงการจัดการลงทุน อย่างไรก็ตาม ผู้ดำเนินการโครงการแต่ละรายก็ควรที่มีกระบวนการภายในที่เหมาะสมในการระงับข้อพิพาทที่อาจเกิดขึ้น

หลักการส่วนใหญ่ที่เสนอโดย ALRC และ CASAC ได้รับการบัญญัติเป็นกฎหมาย Managed Investments Act 1998 มีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 1998 โดยกฎหมายดังกล่าวได้แทรกเพิ่มเป็น Chapter 5C ใน Corporations Act 1989 และกลายมาเป็น Chapter 5C ของ Corporations Act 2001 ในปัจจุบัน<sup>34</sup> มีสาระสำคัญเป็นการเสนอแนวคิดใหม่ในเรื่อง managed investment scheme แทนแนวคิดเก่าในเรื่อง prescribed interests และมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในเรื่องการแทนที่การแยกบทบาทของทรัสต์กับบริษัทจัดการ ด้วยการรวมเป็นบทบาทหนึ่งเดียวของ responsible entity และสร้างมาตรการใหม่ ๆ ในการคุ้มครองผู้ลงทุน

## (2) ความเป็นมาของกฎหมายในส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน

กฎหมายในส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงินในปัจจุบัน เกิดจากการแก้ไขกฎหมายตามคำแนะนำของ Financial System Inquiry (FSI) อันเป็นหน่วยงานที่ก่อตั้งขึ้นเพื่อศึกษาวิจัยถึงปัจจัยในการพัฒนาระบบการเงินและให้คำแนะนำในการปรับปรุงแก้ไขกฎหมายเกี่ยวกับการเงินในปี 1997 โดยมีการนำระบบการกำกับดูแลแบบใบอนุญาตเดี่ยว (single licensing) มาใช้สำหรับการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน แทนธุรกรรมที่แบ่งแยกไปตามประเภทธุรกิจ

กฎหมายที่วางหลักเกณฑ์ตามแนวคิดใหม่นี้คือ Financial Services Reform Act 2001 ซึ่งได้แทรกเป็น Chapter 7 ของ Corporations Act 2001 เกิดจากการที่ FSI พบว่ากฎเกณฑ์เกี่ยวกับธุรกิจบริการทางการเงินนั้นมีการแบ่งแยกตามประเภทธุรกิจ (institutionally based) (เช่น กฎเกณฑ์การให้ใบอนุญาตเป็นตัวแทนสัญญาประกันภัยและประกันชีวิตตาม Insurance (Agent and Brokers) Act 1984 ซึ่งมีความแตกต่างกับกฎเกณฑ์การให้ใบอนุญาตการประกอบธุรกิจการค้าหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้าซื้อขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตาม Corporation Act 2001) โดย FSI เห็นว่าเงื่อนไขของการให้ใบอนุญาตภายใต้กฎเกณฑ์ที่แตกต่างกันนั้นมีความไม่สอดคล้องต้องกัน ในขณะที่

<sup>34</sup> John McLaren and John Williams, *Law of Investments*, (New South Wales: Lawbook Co, 2004), p. 87. and

Malcolm Turnbull, *Review of the Managed Investments Act 1998* [Online]. 2001. Available from: <http://miareview.treasury.gov.au/content/reports/download/Final%20Report.rtf> [2005, May 10], p. 13.

ผู้รับประกันภัยถูกกำหนดให้ต้องได้รับอนุญาตเฉพาะในกรณีค้าผลิตภัณฑ์การประกันภัยเท่านั้น (กรณีให้คำแนะนำเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์การประกันภัยไม่ต้องขออนุญาต) แต่ตาม Corporation Act 2001 กำหนดให้บุคคลต้องมาขอใบอนุญาตด้วยถ้าประสงค์จะให้คำแนะนำเกี่ยวกับหุ้น ส่วนได้เสีย ในโครงการจัดการลงทุน หรือสัญญาซื้อขายล่วงหน้า

นอกจากนี้ กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ก็มีการแบ่งแยกตาม ประเภทธุรกิจ (institutionally based) เช่นกัน (เช่น Insurance Contracts Act 1984 Life Insurance Code และ General Insurance Brokers' Code of Practice กำหนดเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลในภาค การประกันภัย Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 กำหนดเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูล กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ Banking Code of Practice กำหนดเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลภาคธนาคาร ในขณะที่ Corporations Act 2001 กำหนดเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลโครงการจัดการลงทุน

FSI สรุปว่า ความไม่สอดคล้องต้องกันของกฎเกณฑ์ที่ใช้กับการบริการหรือ ผลิตภัณฑ์ประเภทเดียวกัน ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance costs) ให้เป็นไปตามกฎหมายของผู้ประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน โดยเฉพาะเครือข่ายธุรกิจที่ประกอบไปด้วยหน่วยย่อย ๆ หลาย ๆ หน่วย ยิ่งไปกว่านั้น ความไม่สอดคล้องต้องกันของกฎเกณฑ์ยังก่อให้เกิดความสับสนต่อผู้ลงทุนที่จะเปรียบเทียบความแตกต่างของผลิตภัณฑ์

จากประเด็นที่กล่าวมาข้างต้นนี้ FSI ได้ให้ข้อเสนอแนะ มีใจความที่เกี่ยวข้องกับประเด็นที่ศึกษาวิจัยโดยสรุปดังนี้<sup>35</sup>

- ควรมีการนำระบบการกำกับดูแลแบบใบอนุญาตเดี่ยว (single licensing) มาใช้สำหรับการค้าและการให้คำแนะนำทางการเงิน โดยควรแบ่งย่อยประเภทของใบอนุญาตสำหรับการแนะนำการลงทุนและการขายผลิตภัณฑ์ (investment advice and product sales, general insurance brokers) การค้าในตลาดการเงิน (financial market dealers) และผู้เข้าร่วมในตลาดการเงิน (financial market participants) (ข้อเสนอแนะที่ 13)

- ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลสำหรับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (บัญชีเงินฝาก (deposit accounts) ตราสารการเงิน (payments instruments) หลักทรัพย์ การลงทุนในโครงการจัดการลงทุน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และการประกันภัย) ควรสอดคล้องกันและเปรียบเทียบกันได้ (ข้อเสนอแนะที่ 8)

<sup>35</sup> Parliament of Australia, Bills Digest No. 26 2001-02 Financial Services Reform Bill 2001 [Online]. 2001. Available from: <http://parlinfoweb.aph.gov.au/piweb/browse.aspx?NodeID=719> [2005. May 10]

จากความเห็นดังกล่าวข้างต้นของ FSI มีความสอดคล้องกับข้อเสนอเกี่ยวกับการปรับปรุงการกำกับดูแลตลาดการเงินที่ปรากฏใน the Corporate Law Economic Reform paper No. 6 (CLERP 6) โดยเห็นว่าการกำกับดูแลระบบการเงินนั้นถูกแบ่งเป็นส่วน ๆ ตามภาคธุรกิจและผลิตภัณฑ์ที่ให้บริการ ทำให้ขาดความเป็นเอกภาพอันนำไปสู่ความด้อยประสิทธิภาพและยังก่อให้เกิดความสับสนและซ้ำซ้อนในการกำกับดูแลอีกด้วย<sup>36</sup>

หลักการส่วนใหญ่ที่เสนอโดย FSI ได้รับการบัญญัติเป็นกฎหมาย คือ Financial Services Reform Act 2001 ซึ่งมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2001 โดยกฎหมายดังกล่าวได้แทรกเป็น Chapter 7 ของ Corporations Act 2001 ในปัจจุบัน มีเนื้อหาเป็นการเสนอแนวคิดใหม่ โดยมีสาระสำคัญ 3 ประการคือ

(ก) การนำระบบการให้ใบอนุญาตเดี่ยว (single licensing) มาใช้ โดยระบบนี้จะครอบคลุมองค์กรธุรกิจต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน การให้คำแนะนำเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน การสร้างสภาพคล่องให้แก่ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน

(ข) การเปิดเผยข้อมูลของผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้มีความสอดคล้องกันระหว่างผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่าง ๆ

(ค) การให้ใบอนุญาตแก่ผู้ประกอบการเป็นศูนย์ซื้อขายหรือดำเนินงานเกี่ยวกับการชำระราคาและส่งมอบ ให้อยู่ภายใต้ระบบการอนุญาตที่สอดคล้องกัน<sup>37</sup>

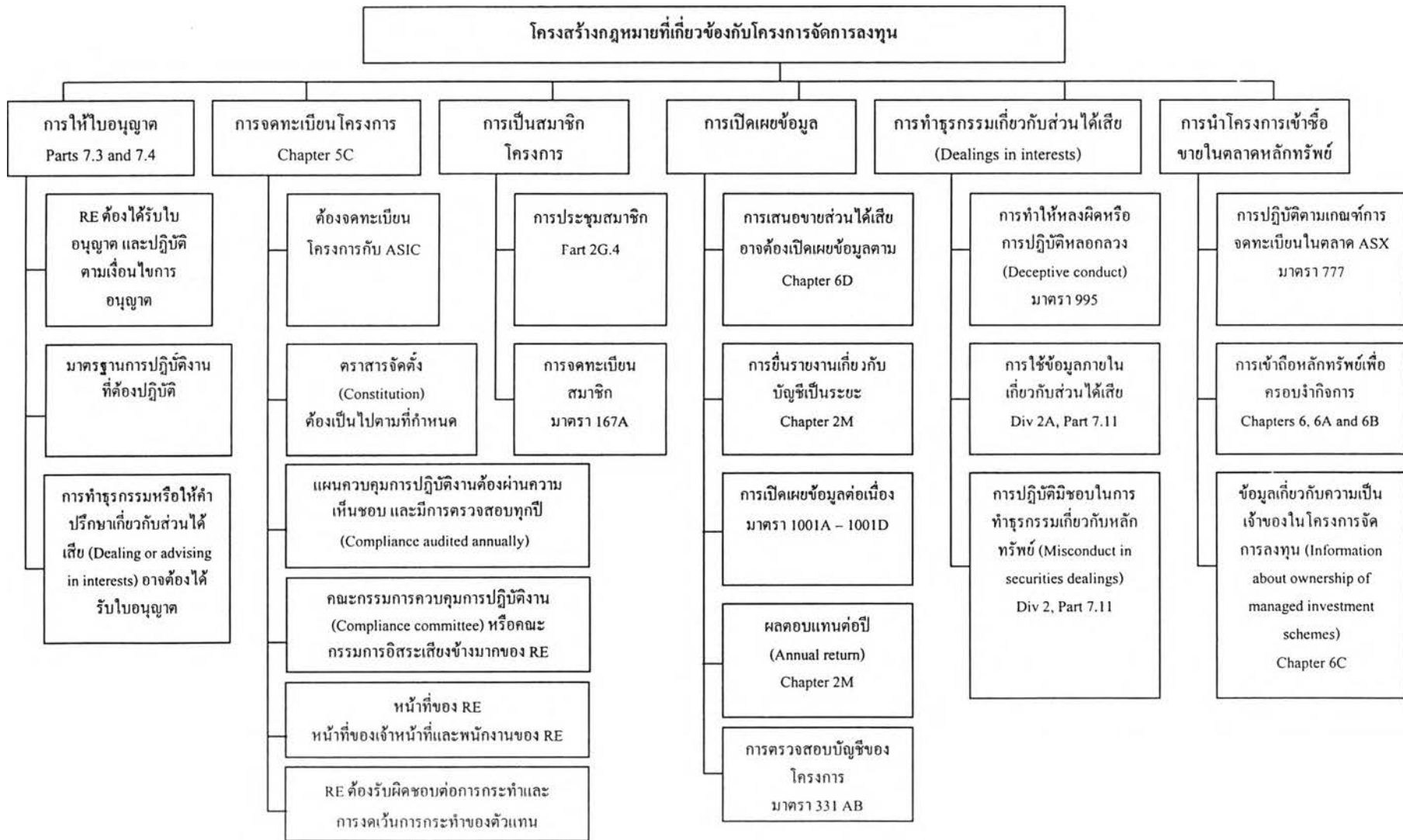
---

<sup>36</sup> จูดีริคีน หาญพิทักษ์พงศ์, "ปัญหาในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยการแบ่งแยกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ และการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ ภาควิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2547), หน้า 57.

<sup>37</sup> Parliament of the commonwealth of Australia, FINANCIAL SERVICES REFORM BILL 2001 : REVISED EXPLANATORY MEMORADUM (Circulated by authority of the Minister for Financial Service&Regulation, the Hon Joe Hockey, MP) , [Online]. 2001. Available from : <http://parlinfoweb.aph.gov.au/piweb/browse.aspx?NodeID=719> [2005. May 10], pp. 1-5.

### 3.2.1.2 โครงสร้างกฎหมายที่ใช้บังคับในปัจจุบัน

ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่ากฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของประเทศออสเตรเลียที่สำคัญแบ่งได้เป็นสองส่วน ซึ่งตามโครงสร้างในปัจจุบัน ทั้งสองส่วนได้มีการกำหนดไว้ใน Corporations Act 2001 โดยส่วนที่ว่าด้วยการระดมทุน โดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน บัญญัติใน Chapter 5C Managed investment schemes และการเปิดเผยข้อมูลตาม Chapter 6D Fundraising และส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน บัญญัติใน Chapter 7 Financial services and markets ซึ่งอธิบายโครงสร้างกฎหมายที่เกี่ยวข้องได้ตามแผนภาพดังต่อไปนี้



### 3.2.2 การระดมทุนโดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน\*

- 3.2.2.1 องค์การธุรกิจที่จัดเป็นโครงการจัดการลงทุน
- 3.2.2.2 การจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน
- 3.2.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง
- 3.2.2.4 การจดทะเบียนโครงการจัดการลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

#### 3.2.2.1 องค์การธุรกิจที่จัดเป็นโครงการจัดการลงทุน

##### หลักการพิจารณา

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

“โครงการจัดการลงทุน” หมายความว่า

- (1) โครงการที่มีลักษณะดังต่อไปนี้
  - (ก) ประชาชนนำเงินหรือสิ่งที่มีมูลค่าคำนวณเป็นเงินได้มาลงในโครงการเพื่อแลกกับสิทธิ (ส่วนได้เสีย\*\*) ในผลประโยชน์ที่จะได้รับจากโครงการ ทั้งนี้ ไม่ว่าสิทธิดังกล่าวจะมีอยู่จริงหรือจะมีในอนาคตหรือยังไม่แน่นอนว่าจะมี และไม่ว่าจะบังคับได้หรือไม่ตามกฎหมาย
  - (ข) เงินหรือสิ่งให้นำมาลงในโครงการดังกล่าวต้องมีการนำมารวมกัน (pooled) หรือนำไปใช้ในธุรกิจอย่างเดียวกัน (common enterprise) ทั้งนี้ เพื่อสร้างผลประโยชน์ทางการเงินหรือผลประโยชน์อันประกอบด้วยสิทธิในทรัพย์สินให้กับผู้ที่เป็นสมาชิกในโครงการ และ
  - (ค) สมาชิกไม่มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของโครงการในลักษณะของงานประจำวัน (day-to-day control) (การดำเนินการต่าง ๆ กระทำโดย responsible entity)

(2) โครงการ time-sharing\*\*\*

---

\* บทบัญญัติในหัวข้อ 3.2.2 และ 3.2.3 ที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้ หากมิได้ระบุเป็นอย่างอื่น ให้หมายความถึงบทบัญญัติแห่ง Corporations Act 2001

\*\* ตามมาตรา 9 แห่ง Corporations Act 2001 ให้นิยาม “ส่วนได้เสีย (interest) ในโครงการจัดการลงทุน” หมายความว่า สิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากโครงการ (ไม่ว่าจะเป็นสิทธิที่เกิดขึ้นจริงแล้ว ที่คาดว่าจะเกิด หรือที่อาจจะเกิด และไม่ว่าจะบังคับได้หรือไม่ก็ตาม)

\*\*\* ตามนิยามในมาตรา 9 “time-sharing scheme” หมายความว่า โครงการ ข้อผูกพัน (undertaking) หรือกิจการ (enterprise) ไม่ว่าจะอยู่ในออสเตรเลียหรือที่ใดก็ตาม ที่มีลักษณะดังต่อไปนี้





### ข้อยกเว้น

ตามนิยามดังกล่าวกำหนดข้อยกเว้นองค์กรธุรกิจที่ไม่ถือเป็นโครงการจัดการลงทุนไว้ดังนี้

- ห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกมากกว่า 20 คนซึ่งไม่ประสงค์จะจัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายออสเตรเลีย เนื่องจากเกณฑ์ที่ออกตามวัตถุประสงค์ของมาตรา 115(2) (หมายเหตุ: เนื่องจากห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกน้อยกว่า 20 คน จะไม่ต้องจดทะเบียนตามมาตรา 601ED(1)(a) และภายใต้มาตรา 115 ห้างหุ้นส่วนที่มีสมาชิกมากกว่า 20 คนจะสามารถดำเนินการได้ภายใต้เกณฑ์ที่ออกตามวัตถุประสงค์ของมาตรา 115(2))
- โครงการที่สมาชิกทุกคนเป็นองค์กรธุรกิจ (bodies corporate) ที่เกี่ยวข้องกัน และเกี่ยวข้องกับองค์กรธุรกิจที่เริ่มโครงการ
- แพรนไชส์ (มีนิยามในมาตรา 9)
- กองทุนที่กฎหมายกำหนดให้ดำรงไว้ภายใต้ Life Insurance Act 1995
- กองทุนเพื่อการเกษียณอายุ (superannuation fund), approved deposit fund, pooled superannuation trust, หรือ public sector superannuation scheme ที่มีความหมายตาม Superannuation Industry (Supervision) Act 1993
- โครงการที่ดำเนินการภายใต้ Australian Authorised Deposit-taking Institution (ADI) ตามปกติของธุรกิจธนาคาร
- การออกหุ้นกู้หรือหุ้นกู้แปลงสภาพโดยองค์กรธุรกิจ (body corporate)
- barter scheme ที่ผู้เข้าร่วมอาจได้รับสิ่งของหรือบริการจากผู้เข้าร่วมอื่น ๆ เพื่อเป็นการตอบแทนทั้งหมดหรือโดยส่วนใหญ่ในประเภทเดียวกันมากกว่าเป็นเงินสด
- retirement village scheme ซึ่งดำเนินการในหรือนอกออสเตรเลีย ซึ่ง

---

(a) ผู้มีส่วนร่วมมีสิทธิหรืออาจมีสิทธิใช้ อาศัย หรือครอบครอง อสังหาริมทรัพย์ (property) ที่เกี่ยวกับโครงการ ซื้อผูกพัน หรือกิจการ สองช่วงเวลาหรือมากกว่านั้น ในระหว่างระยะเวลาดำเนินการของโครงการ ซื้อผูกพัน หรือกิจการ และ

(b) โครงการ ซื้อผูกพัน หรือกิจการนั้นดำเนินการเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่าสามปี

(ก) ผู้เข้าร่วมหรือส่วนใหญ่ของผู้เข้าร่วมได้รับที่พักอาศัยใน retirement village ไม่ว่าจะการได้สิทธินั้นจะมาจากส่วนได้เสียในฐานะเจ้าของที่ดินและผู้เข้าร่วมถือในที่ดินและอาคารนั้น และ

(ข) ไม่ใช่ time-sharing scheme

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

- โครงการที่มีเกณฑ์กำหนดว่ามีใช้โครงการจัดการลงทุน

จากลักษณะของโครงการจัดการลงทุน เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่นจะเห็นได้ว่า กรณีหุ้นและหุ้นกู้จะมีโครงสร้างทางกฎหมายที่แน่นอน (settled legal structure) ตามรูปแบบบริษัทที่จดทะเบียน แต่กรณีของโครงการจัดการลงทุนจะมีรูปแบบทางกฎหมายที่หลากหลาย โดยอาจเป็นสัญญาที่ผู้เริ่มก่อการให้กับบุคคลแต่ละคนว่าภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดนักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์ อาจเป็นการเสนอให้ผู้ลงทุนมีส่วนได้เสีย (interest) ในฐานะเจ้าของผ่านการถือ unit trust เช่น ประเภท property trust ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือประเภท equity trust ที่ลงทุนในหุ้น หรือ ประเภท cash management trust ที่ช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนในตลาดเงินที่มีผลตอบแทนสูงได้

กล่าวโดยทั่วไป ลักษณะพิเศษของการเสนอส่วนได้เสีย (interest) ใน managed investment scheme คือการที่ผู้ลงทุนได้รับการเชิญชวนให้เข้าร่วมแสวงหาผลกำไร ซึ่งขึ้นอยู่กับการทำงานที่บุคคลอื่นทำโดยใช้ความพยายามในการจัดการ (managerial effort) ที่จำเป็นสำหรับการได้มาซึ่งผลกำไร<sup>38</sup> โดยมีข้อสังเกตที่ปรากฏใน the Review of the Managed Investments Act 1998 ว่า Chapter 5C ไม่มีวัตถุประสงค์ในการระบุประเภทของสื่อกลางที่ควรใช้เป็นโครงสร้างของโครงการ ซึ่งรูปแบบทางกฎหมายของโครงการจัดการลงทุนที่เป็นปกตินิยมของประเทศออสเตรเลีย คือ โครงสร้างแบบ unit trust<sup>39</sup>

ทั้งนี้ ถ้อยคำ “managed fund”, “mutual fund”, “collective investment vehicle”, “pooled investment fund”, and “pooled investment vehicle” สามารถนำมาใช้เปลี่ยนแทนกันได้โดย

<sup>38</sup> H A J Ford, R P Austin, and Ramsay, Ford's Principles of Corporations. 10th ed. (New South Wales : Butterworths, 2001), p. 998.

<sup>39</sup> John McLaren and John Williams, Law of Investments. p.99. and Malcolm Turnbull, Review of the Managed Investments Act 1998 [Online]. 2001. Available from: <http://miareview.treasury.gov.au/content/reports/download/Final%20Report.rtf> [2005. May 10], p. 13.

ถ้อยคำเหล่านี้ต่างก็อธิบายการรวบรวมเงินของผู้ลงทุนแต่ละคนมารวมกัน เพื่อนำไปให้ผู้จัดการกองทุนบริหารจัดการเพื่อวัตถุประสงค์ให้เกิดผลตอบแทนทางการเงินกลับคืนมายังผู้ลงทุน<sup>40</sup>

### 3.2.2.2 การจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน

#### รูปแบบของโครงการจัดการลงทุน

จากนิยามและคำอธิบายข้างต้นจะเห็นได้ว่า ความหมายของโครงการจัดการลงทุนในประเทศออสเตรเลีย จะครอบคลุมการนำทรัพย์สินของผู้อื่นไปลงทุนในวิธีต่าง ๆ อย่างกว้างขวางและไม่จำกัดรูปแบบทางกฎหมายในการจัดตั้งโครงการ โดยสาระของนิยาม “managed investment scheme” ได้บัญญัติไว้รองรับโครงสร้างการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนที่มีความหลากหลาย อย่างไรก็ตาม โครงสร้างต่าง ๆ ก็จัดตั้งไปตามกฎหมายพื้นฐานซึ่งมีสองรูปแบบคือ (1) trust based model และ (2) corporate model อย่างไรก็ตาม โครงสร้างจัดการลงทุนของประเทศออสเตรเลีย มักจะจัดตั้งในรูปแบบ unit trust หรือที่รู้จักกันอีกชื่อว่า public unit trust

#### บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการ โครงการจัดการลงทุน

นอกจากรายการบุคคลที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจการจัดการลงทุนและกองทุนรวมที่กล่าวไว้ในบทที่ 2 แล้ว ตามกฎหมายออสเตรเลียบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการโครงการจัดการลงทุนที่สำคัญ คือ responsible entity ซึ่งมีหน้าที่ในการจัดการโครงการจัดการลงทุนรับผิดชอบในการดำเนินงานประจำวันของโครงการ และถือครองทรัพย์สินในฐานะทรัสต์ (hold scheme property on trust) แก่โครงการ กฎหมายจึงกำหนดหน้าที่เพิ่มเติมจากหน้าที่ที่ต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์สุจริต (fiduciary duty) ตามหลักทั่วไปของกฎหมายทรัสต์ ซึ่งเป็นมาตรฐานขั้นต่ำที่ไม่สามารถตกลงยกเว้นได้ด้วยข้อสัญญา ได้แก่<sup>41</sup>

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์
- หน้าที่ที่จะต้องกระทำการเพื่อประโยชน์ของสมาชิก ในกรณีที่มีความขัดแย้งกันระหว่างประโยชน์ของสมาชิกและประโยชน์ของตน ประโยชน์ของสมาชิกต้องมาก่อน
- หน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติต่อสมาชิกประเภทเดียวกันอย่างเท่าเทียมกัน และต่อสมาชิกต่างประเภทกันอย่างเป็นธรรม

<sup>40</sup> Stapledon and Gold Ali, Corporate Governance and Investment Fiduciaries. 10th ed. (New South Wales : Butterworths, 2001), p. 998.

<sup>41</sup> John McLaren and John Williams, Law of Investments. pp. 92-93.

- หน้าที่ที่จะไม่นำข้อมูลซึ่งได้มาจากการทำหน้าที่เป็น responsible entity ไปใช้ เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้เกิดความเสียหายแก่สมาชิกของโครงการ

- หน้าที่ที่ละเว้นการได้มาหรือเป็นผู้ถือประโยชน์ในโครงการ โดยเสียค่าตอบแทนน้อยกว่าบุคคลอื่น หรือภายใต้ข้อตกลงหรือเงื่อนไขที่อาจทำให้สมาชิกรายอื่นเสียประโยชน์

- หน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถึงระดับที่วิญญูชน (reasonable person) พึงใช้หากอยู่ในฐานะของ responsible entity

- หน้าที่ที่จะต้องปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan)

การฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าวจะทำให้ responsible entity มีความรับผิดชอบทางแพ่ง หากผู้ลงทุนได้รับความเสียหายและในบางกรณีก็อาจจะมีผลในความรับผิดในทางอาญาด้วย

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

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำการโดยซื่อสัตย์

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำการเพื่อประโยชน์ของสมาชิก ในกรณีที่มีความขัดแย้งกันระหว่างประโยชน์ของสมาชิกและประโยชน์ของตน ประโยชน์ของสมาชิกต้องมาก่อน

- หน้าที่ที่จะไม่นำข้อมูลซึ่งได้มาจากการทำหน้าที่เป็นกรรมการของ responsible entity ไปใช้เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้เกิดความเสียหายแก่สมาชิกของโครงการ

- หน้าที่ที่จะไม่ใช้ตำแหน่งกรรมการของตน ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ไปในทางที่ไม่เหมาะสมเพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์สำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้สมาชิกเสียหาย

- หน้าที่ที่จะต้องใช้ความระมัดระวังและความพยายามในการปฏิบัติหน้าที่ให้ถึงระดับที่วิญญูชน (reasonable person) พึงใช้หากอยู่ในฐานะของกรรมการ

- หน้าที่ที่จะต้องกระทำทุกวิถีทางที่วิญญูชนถึงกระทำการหากอยู่ในฐานะของกรรมการเพื่อที่จะทำให้มั่นใจได้ว่า responsible entity ปฏิบัติตาม Corporations Act เงื่อนไขที่กำหนดไว้ในใบอนุญาต ตราสารจัดตั้งโครงการ และแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน

สำหรับพนักงานของ responsible entity กฎหมายกำหนดว่าบุคคลดังกล่าวจะต้องไม่ใช้ตำแหน่งของตนหรือนำข้อมูลที่ตนได้มาเนื่องจากการเป็นพนักงานของ responsible entity ไปใช้ เพื่อให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมสำหรับตนเองหรือผู้อื่น หรือทำให้สมาชิกของโครงการเสียหาย การฝ่าฝืนหน้าที่ดังกล่าวของกรรมการหรือพนักงานจะทำให้มีความรับผิดชอบทางแพ่ง

### 3.2.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ภายหลังจากที่มีการแก้ไขกฎหมายแล้ว ออสเตรเลียกำหนดให้มีโครงสร้างของการคุ้มครองผู้ลงทุนในลักษณะของ compliance based เพื่อให้เกิดการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยมีสาระสำคัญดังนี้

#### (1) แผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan)

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

#### (2) คณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) หรือคณะกรรมการอิสระเสียงข้างมาก (majority independent board)

ตามกฎหมายหากคณะกรรมการของ responsible entity มีกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอก\* น้อยกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด responsible entity จะต้องแต่งตั้ง คณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) สำหรับแต่ละโครงการ คณะกรรมการดังกล่าวจะต้องมีสมาชิกอย่างน้อยสามคน และจำนวนข้างมากต้องเป็นสมาชิกที่ถือว่าเป็นสมาชิกที่เป็นบุคคลภายนอก (external members)

---

\* บุคคลที่จะถือว่าเป็นกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอกจะต้อง

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

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

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

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

เมื่อมีการแต่งตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงานแล้ว หน้าที่ของคณะกรรมการดังกล่าวคือการดูแลให้ responsible entity ปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) และรายงานความเห็นของตนต่อ responsible entity โดยหากมีการฝ่าฝืนหรือสงสัยว่าจะมีการฝ่าฝืน Corporation Act 2001 หรือตราสารจัดตั้ง (constitution) ของโครงการให้รายงานต่อ responsible entity แต่หากเห็นว่า responsible entity ไม่ดำเนินการหรือไม่เสนอที่จะดำเนินการอย่างเหมาะสมต่อเรื่องที่รายงานให้รายงานต่อ ASIC หน้าที่ประการต่อมาคือการประเมินความเพียงพอของแผนอย่างสม่ำเสมอ แล้วจึงรายงานผลการประเมินดังกล่าวต่อ responsible entity พร้อมทั้งขอแนะนำในการปรับปรุง

ในการปฏิบัติหน้าที่กฎหมายกำหนดว่าคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงานจะต้องกระทำการด้วยความซื่อสัตย์และด้วยความระมัดระวังและความพยายามในระดับที่วิญญูชนพึงปฏิบัติหากอยู่ในฐานะเช่นนี้ นอกจากนี้จะต้องไม่ใช่ตำแหน่งของตนหรือข้อมูลที่ได้มาเนื่องจากตำแหน่งนี้ไปในทางที่ทำให้สมาชิกของโครงการเสียหาย หรือเพื่อประโยชน์ที่ไม่เหมาะสมของตนเองหรือผู้อื่น

### (3) การตรวจสอบกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance audit)

กฎหมายกำหนดให้มีการตรวจสอบการปฏิบัติตามแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงานของ responsible entity ทุกปีโดยผู้สอบบัญชีชั้นทะเบียน ผู้สอบบัญชีจะต้องจัดทำรายงานว่าแผนเป็นไปตามกฎหมายหรือไม่ รายงานดังกล่าวจะต้องจัดส่งให้ responsible entity และ ASIC ผู้สอบบัญชีมีหน้าที่ต้องรายงานต่อ ASIC ถ้าพบว่าการฝ่าฝืนกฎหมายไม่ได้รับการจัดการอย่างเหมาะสม โดยผู้สอบบัญชีของ responsible entity ที่ได้รับการแต่งตั้งโดย responsible entity ซึ่งผู้สอบบัญชีจะต้องผ่านหลักเกณฑ์ที่ประกันความเป็นอิสระ และอาจถูกถอดถอนได้โดย responsible entity ด้วยความเห็นชอบของ ASIC

### (4) การรับฝากทรัพย์สินของโครงการ (custody of scheme property)

กฎหมายกำหนดให้ responsible entity ต้องทำให้มั่นใจได้ว่าทรัพย์สินของโครงการแต่ละโครงการสามารถระบุได้อย่างชัดเจน และมีจัดเก็บแยกต่างหากจากทรัพย์สินของ responsible entity หรือของโครงการอื่น มาตรการที่เพียงพอที่จะทำให้มั่นใจว่าได้มีการจัดการดังกล่าวจะต้องมีการระบุไว้ในแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ ASIC ยังกำหนดให้ responsible entity ต้องจัดให้มีผู้รับฝากทรัพย์สินที่เป็นบุคคลภายนอก (external custodian) เพื่อถือทรัพย์สินของโครงการ ผู้รับฝากทรัพย์สินดังกล่าวจะต้องมีคุณสมบัติขั้นต่ำในเรื่องของ โครงสร้างองค์กร ความสามารถของพนักงาน ความสามารถและทรัพยากรในการปฏิบัติหน้าที่ในการดำเนินงานหลักในส่วนจัดการ ข้อตกลงในการถือทรัพย์สินต่างชนิดกัน ความเพียงพอทางการเงิน อย่างไรก็ตาม หาก responsible entity สามารถผ่านคุณสมบัติดังกล่าวได้ responsible entity สามารถที่จะเก็บรักษาทรัพย์สินของโครงการไว้ได้เอง

### 3.2.2.4 การจดทะเบียนโครงการจัดการลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

โครงการจัดการลงทุนที่มีลักษณะตามที่กำหนดและไม่เข้าข้อยกเว้น ก็จะต้องนำมาจดทะเบียนกับ Australian Securities and Investments Commission (ASIC) ซึ่งมีข้อกำหนดและข้อยกเว้นดังนี้<sup>42</sup>

#### โครงการจัดการลงทุนที่ต้องจดทะเบียน

บทบัญญัติมาตรา 601 ED(1) \* แห่ง Corporations Act กำหนดให้นำโครงการจัดการลงทุนมาจดทะเบียนกับ ASIC ถ้าโครงการจัดการลงทุนมีลักษณะดังต่อไปนี้

- (ก) เป็นโครงการที่มีสมาชิกมากกว่า 20 ราย
- (ข) เป็นโครงการที่จัดตั้งโดยบุคคลที่ประกอบธุรกิจจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน (business of promoting managed investment schemes) ในขณะที่มีการเสนอโครงการจัดการลงทุนนั้น ๆ หรือ
- (ค) เป็นโครงการที่ ASIC กำหนดเป็นหนังสือว่า โครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น และจำนวนรวมของสมาชิกทั้งหมดของโครงการที่เกี่ยวข้องเกินกว่า 20 ราย

ASIC ใ้ ค ้อ ก Policy Statement 136 Managed Investments: Discretionary powers and closely related schemes กำหนดแนวทางพิจารณาโครงการจัดการลงทุนที่จะถือว่าเป็นโครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น ในกรณีที่มีข้อเท็จจริงต่อไปนี้<sup>43</sup>

- (1) โครงการแต่ละโครงการถูกจัดตั้งโดยบุคคลต่างกัน แต่ข้อเท็จจริงและสภาพของโครงการแสดงให้เห็นว่าผู้เริ่มก่อตั้งโครงการเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

<sup>42</sup> Paul Von Nessen and Sean Robertson, A Practical Guide to Managed Investments, 2<sup>nd</sup> ed. (New South Wales : Lawbook Co., 2002), pp. 30-34.

\* Section 601ED When a managed investment scheme must be registered

(1) Subject to subsection (2), a managed investment scheme must be registered under section 601EB if:

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

<sup>43</sup> Australian Securities and Investments Commission, Policy Statement 136 Managed Investments: Discretionary powers and closely related schemes [PS136.82] [Online]. 2000. Available from: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/ps136.pdf/\\$file/ps136.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/ps136.pdf/$file/ps136.pdf) [2005. May 10], p. 29.

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

(3) โครงการมีลักษณะ (ก) คล้ายคลึงกับหนังสือชี้ชวนของโครงการอื่น ซึ่งมีเหตุอันควรสงสัยว่าอาจเกี่ยวข้องกับการเสนอขายส่วนได้เสียในโครงการ และ (ข) มีการแบ่งแยกโครงสร้างของโครงการ เพื่อให้การเสนอขายไม่ถูกกำหนดให้ต้องปฏิบัติตามหน้าที่เปิดเผยข้อมูล เพราะเสนอขายไม่เกิน 20 ราย หรือเสนอขายไม่เกิน 2 ล้านดอลลาร์ในรอบระยะเวลา 12 เดือนสำหรับแต่ละโครงการ

### โครงการจัดการลงทุนที่ได้รับยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียน

แม้ว่าโครงการจัดการลงทุนจะเข้าลักษณะตามบทบัญญัติมาตรา 601 ED(1) แต่ก็มีข้อยกเว้นกำหนดไว้ตามมาตรา 601 ED(2)\* ว่า หากในการออกเสนอขายส่วนได้เสีย (interest) ของโครงการทุกรุ่น (issues) Corporations Act มิได้กำหนดให้มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ (Product Disclosure Statement) โครงการนั้นก็ไม่ต้องมาจดทะเบียน

ข้อยกเว้นเกี่ยวกับการที่โครงการไม่ต้องมาจดทะเบียน เมื่อไม่มีหน้าที่เปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ (Product Disclosure Statement) นั้น มีบทบัญญัติใน Chapter 7 financial services and markets (เป็นส่วนที่แก้ไขเพิ่มเติมโดย Financial Services Reform Act 2001) ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุน 2 มาตรา คือ

มาตรา 1012C กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ สำหรับการขายหรือเสนอขายจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม มาตรา 1012C(3) และ (4) เกี่ยวกับการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product) กำหนดให้การเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ กระจ่างเฉพาะในกรณีที่เป็นการขายผลิตภัณฑ์ต่อลูกค้ารายย่อย โดยมาตรา 761G(7) กำหนดว่า ในกรณีดังต่อไปนี้ ไม่ถือเป็นการจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น ส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน ต่อลูกค้ารายย่อย

(1) ราคาของผลิตภัณฑ์เกินกว่าที่ระบุไว้ตามเกณฑ์

(2) การจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับธุรกิจ (ซึ่งมิใช่ธุรกิจขนาดเล็กตามที่นิยามไว้ในมาตรา 761G(12)\*\*)

\* Section 601ED (2) A managed investment scheme does not have to be registered if all the issues of interests in the scheme that have been made would not have required the giving of a Product Disclosure Statement under Division 2 of Part 7.9 if the scheme had been registered when the issues were made.

\*\* มาตรา 761G(12) ธุรกิจขนาดเล็ก หมายความว่า ธุรกิจที่มีการจ้างงานน้อยกว่าอัตราดังต่อไปนี้

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

(ข) กรณีอื่น มีการจ้างงานน้อยกว่า 20 คน



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

(4) การจัดหาผลิตภัณฑ์ทางการเงินสำหรับผู้ลงทุนสถาบัน (professional investor) (ตามที่นิยามไว้ในมาตรา 9\*)

\* มาตรา 9 ผู้ลงทุนสถาบัน (professional investor) หมายความว่า บุคคลดังต่อไปนี้

(1) บุคคลที่ถือใบอนุญาตบริการทางการเงิน

(2) บุคคลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ APRA (Australian Prudential Regulation Authority)

นอกจากทรัพย์สินของบุคคลดังต่อไปนี้ (ตามความหมายของ Superannuation Industry (Supervision) Act 1993)

(ก) Superannuation fund

(ข) Approved deposit fund

(ค) Pooled superannuation trust

(ง) Public sector superannuation scheme

(3) บุคคลที่จดทะเบียนภายใต้ Financial Corporations Act 1974

(4) บุคคลที่เป็นทรัพย์สินของ

(ก) Superannuation fund

(ข) Approved deposit fund

(ค) Pooled superannuation trust

(ง) Public sector superannuation scheme

ตามความหมายของ Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 และกองทุน กองทรัสต์ หรือโครงการ ที่มีสินทรัพย์สุทธิอย่างน้อย 10 ล้านดอลลาร์

(5) บุคคลที่มีเงินลงทุนอย่างน้อย 10 ล้านดอลลาร์ (person controls at least \$10 million) (รวมถึงจำนวนที่ถือโดยผู้ที่เกี่ยวข้องหรือภายใต้ทรัสต์ที่บุคคลนั้นจัดการอยู่)

(6) บุคคลที่เป็นนิติบุคคลจดทะเบียน หรือองค์กรธุรกิจ (body corporate) ที่เกี่ยวข้องของนิติบุคคลจดทะเบียน

(7) บุคคลที่เป็นหน่วยงานมหาชนที่ได้รับยกเว้น (exempt public authority)

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

(ก) ดำเนินธุรกิจจัดการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product) ผลประโยชน์ในที่ดิน หรือการลงทุนอื่น และ

(ข) เพื่อวัตถุประสงค์ข้างต้น กองทุนได้รับการเสนอหรือการเชิญชวนต่อประชาชนตามความหมายในมาตรา 82

(9) บุคคลที่เป็นนิติบุคคลต่างประเทศที่จัดตั้งขึ้นหรือประกอบกิจการในประเทศออสเตรเลีย ซึ่งมีลักษณะเดียวกับผู้ลงทุนตามวรรคที่กล่าวมาข้างต้น

มาตรา 1012E ซึ่งใช้บังคับกับเฉพาะผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการจัดการลงทุน หรือผลิตภัณฑ์ทำนองเดียวกันที่กำหนดไว้ตามเกณฑ์ โดยผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการจัดการลงทุนรวมถึงโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน และส่วนได้เสียที่คล้ายคลึงกันในโครงการต่างประเทศ (foreign scheme) ที่ถูกกำหนดให้ต้องจดทะเบียนถ้าหากดำเนินการในประเทศออสเตรเลีย โดยมาตรา 1012E กำหนดให้ในกรณีดังต่อไปนี้ ไม่ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลผลิตภัณฑ์ (Product Disclosure Statement) สำหรับการเสนอขายผลิตภัณฑ์ทางการเงินดังกล่าว

- (1) ผลิตภัณฑ์ทางการเงินทั้งหมดนั้นออกโดยผู้ออก (issuer) รายเดียวกัน และ
- (2) ไม่มีผลของการเสนอขายใดที่มีผู้ซื้อเกินกว่าขั้นสูงสุดที่ 20 ราย และ
- (3) ไม่มีผลของการเสนอขายใดที่มากกว่าขั้นสูงสุดที่ 2 ล้านดอลลาร์

โดยตามมาตรา 1012E(6) และ (7) การเสนอขายครั้งย่อย ๆ อาจเกินกว่าข้อจำกัดตาม (2) (3) ได้ ถ้าหากรวมกันแล้วเกินขั้นสูงสุด (ceiling) ในรอบระยะเวลา 12 เดือนใด ๆ

ผลที่เกิดขึ้นจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อกำหนดในการเปิดเผยข้อมูลกับข้อกำหนดในการจดทะเบียน คืออาจมีกรณีที่โครงการจัดการลงทุนที่ไม่จดทะเบียนหลีกเลี่ยงเกณฑ์ได้ โดยเพิ่มจำนวนสมาชิก 20 รายในแต่ละปี ตราบเท่าที่การระดมเงินในแต่ละปีมีจำนวนน้อยกว่า 2 ล้านดอลลาร์ เพราะฉะนั้น จึงมีมาตรา 1012K เปิดทางให้ ASIC สามารถรวมจำนวนคนและจำนวนเงินเพื่อวัตถุประสงค์ของการกำหนดขั้นสูงสุด (ceiling) ที่ 20 รายและ 2 ล้านดอลลาร์ เพื่อมิให้มีการหลีกเลี่ยงบทบัญญัตินี้ ซึ่งจะก่อให้เกิดความเสียหายในเชิงพาณิชย์ได้

### 3.2.3 การกำกับดูแลและการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงินที่เกี่ยวข้อง

หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงินของประเทศออสเตรเลียในปัจจุบัน คือ Corporations Act 2001 Chapter 7 ซึ่งกำหนดให้บุคคลที่จะดำเนินการให้บริการทางการเงิน (financial services) ต้องได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน (Australian financial services licence (AFS licence)) จาก Australian Securities and Investments Commission (ASIC) เว้นแต่เข้าข้อยกเว้น หรือเป็นผู้แทนของผู้ที่ได้รับอนุญาต<sup>44</sup> โดยตามมาตรา 766A(1) กำหนดประเภทของการให้บริการทางการเงินไว้ 6 ประเภท คือ

- (1) การให้คำแนะนำเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (provide financial product advice)

<sup>44</sup> Australian Securities and Investments Commission, AFS Licensing Kit: Part 1 [Online]. 2004. Available from: <http://www.asic.gov.au> [2005, June 15], p. 6. and

Australian Securities and Investments commission, Licensing: The scope of the licensing regime: Financial product advice and dealing. An ASIC guide [Online]. 2005. Available from: [http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/advicedealguide.pdf/\\$file/advicedealguide.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/advicedealguide.pdf/$file/advicedealguide.pdf) [2005, May 10], p. 6.

- (2) การทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (deal in a financial product)
- (3) การสร้างสภาพคล่องให้แก่ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (make a market for a financial product)
- (4) การดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน (operate a registered scheme<sup>\*</sup>)
- (5) การให้บริการเกี่ยวกับการเก็บรักษาหรือฝากทรัพย์สิน (provide a custodial or depository service)
- (6) การอื่นตามที่กำหนดไว้ในประกาศ (engage in conduct of a kind prescribed by regulations made for the purposes of this paragraph)<sup>45</sup>

ส่วนได้เสีย (interests) ทั้งในโครงการจัดการลงทุนที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียน ถือเป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (financial product) \*\* ทั้งสิ้น อย่างไรก็ตาม ส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุนบางประเภท คือ โครงการจัดการลงทุนที่ (1) เป็นโครงการที่มีสมาชิกน้อยกว่า 20 ราย

<sup>\*</sup> ตามมาตรา 9 “registered scheme” หมายความว่า managed investment scheme ที่จดทะเบียนภายใต้ มาตรา 601 EB

<sup>45</sup> จูดีริคิน ฮาญพิทักษ์พงศ์, “ปัญหาในการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยการแบ่งแยกใบอนุญาตการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ ประเภทการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การค้าหลักทรัพย์ และการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์,” หน้า 57.

<sup>\*\*</sup> มาตรา 763A กำหนดนิยามทั่วไปของ “ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน” ว่าหมายถึง การลงทุนทางการเงิน การจัดการความเสี่ยงทางการเงิน หรือการชำระหนี้ด้วยวิธีการอื่นที่มีใช้เงินสด โดยเป็นการกระทำผ่านหรือเพื่อให้ได้มาซึ่งสิ่งอำนวยความสะดวกทางการเงิน (facility) และ

มาตรา 764A(1) ระบุเฉพาะถึงสิ่งที่เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ว่ารวมถึงดังต่อไปนี้

(a) หลักทรัพย์ [มาตรา 9 บัญญัติว่า ให้มีความหมายตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 92 ซึ่งมีความหมายถึง ส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุนด้วย]

(b) สิ่งที่เกี่ยวข้องกับโครงการจดทะเบียนดังต่อไปนี้

(i) ส่วนได้เสียในโครงการ

(ii) สิทธิ (right) อันชอบธรรมหรือตามกฎหมาย หรือผลประโยชน์ในส่วนได้เสียเหนือ (i)

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

(ba) สิ่งต่อไปนี้ที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนซึ่งไม่ใช่โครงการจดทะเบียน นอกจากโครงการ (ไม่ว่าจะประกอบการในประเทศหรือไม่) ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อใด ๆ ที่กำหนดไว้ในมาตรา 601ED(1)(a) (b) และ (c)

(i) ส่วนได้เสียในโครงการ

(ii) สิทธิ (right) อันชอบธรรมหรือตามกฎหมาย หรือผลประโยชน์ในส่วนได้เสียเหนือ (i)

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

(2) ไม่ได้เป็น โครงการที่จัดตั้งโดยบุคคลที่ประกอบธุรกิจจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน (business of promoting managed investment schemes) ในขณะที่มีการเสนอโครงการจัดการลงทุนนั้น ๆ  
 (3) ไม่ได้เป็น โครงการที่ ASIC กำหนดเป็นหนังสือว่า โครงการมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับโครงการจัดการลงทุนอื่น และจำนวนรวมของสมาชิกทั้งหมดของโครงการที่เกี่ยวข้องเกินกว่า 20 ราย และ (4) ไม่ได้จดทะเบียน<sup>46</sup> ก็ไม่ถือรวมอยู่ในนิยามผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ดังนั้น บทบัญญัติเกี่ยวกับธุรกิจที่ต้องได้รับอนุญาต ก็จะไม่ใช้กับการประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน ที่เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์นั้น

ประเภทการให้บริการทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับโครงการจัดการลงทุนและธุรกิจจัดการลงทุน มีดังต่อไปนี้

### 3.2.3.1 การประกอบธุรกิจบริการทางการเงินในการจัดจำหน่ายและขายส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน

การจัดจำหน่ายหรือขายส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน จัดเป็นการให้บริการทางการเงินประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (deal in a financial product) ซึ่งผู้ประกอบธุรกิจต้องได้รับ AFS licence ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer licence) ตามมาตรา 766C ที่ได้กำหนดไว้ว่า การทำธุรกรรม (dealing) หมายความว่า รวมถึงกรณีดังต่อไปนี้

- (1) การนำมาหรือได้มาซึ่งผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (applying for or acquiring a financial product)
- (2) การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (issuing a financial product)
- (3) การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์หรือส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน (in relation to securities or managed investment interests—underwriting the securities or interests)
- (4) การแปลงผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (varying a financial product)
- (5) การขายผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (disposing of a financial product)

### 3.2.3.2 การประกอบธุรกิจบริการทางการเงินในการจัดการลงทุนของโครงการจัดการลงทุน

ตามมาตรา 601FA กำหนดว่า responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้ จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับ AFS licence ประเภทที่ให้อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน (Australian financial services licence

<sup>46</sup> มาตรา 765A (1)(s) ประกอบมาตรา 601ED(1)(a), (b) and (c)

authorising it to operate a managed investment scheme) และ ตาม ASIC Policy Statement 130 Managed investments: Licensing กำหนดให้ผู้ขออนุญาตต้องมี AFS licence ประเภทการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer licence) ด้วย<sup>47</sup> ทั้งนี้ เนื่องจากการจัดการ โครงการจดทะเบียนโดยทั่วไปแล้วก็จะเกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น การออกเสนอขาย ส่วนได้เสียในโครงการ และการทำธุรกรรมในการลงทุนของโครงการ ผู้ขออนุญาตจัดการโครงการจดทะเบียนจึงจะต้องได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินด้วย<sup>48</sup>

- ลักษณะการให้ใบอนุญาตและประเภทของโครงการจัดการลงทุนที่อนุญาตการให้ใบอนุญาตให้ประกอบกิจการจัดการลงทุน แบ่งได้สองลักษณะ
  - (1) ให้จัดการลงทุนเฉพาะโครงการที่มีชื่อระบุไว้ในใบอนุญาต หรือ
  - (2) ให้จัดการลงทุนในโครงการที่ลงทุนในสินทรัพย์ประเภทที่ระบุไว้ในใบอนุญาต โดยผู้ขออนุญาตอาจได้รับอนุญาตให้จัดการลงทุนได้มากกว่าหนึ่งประเภทสินทรัพย์

โดยผู้ขออนุญาตต้องแสดงได้ว่า สามารถที่จะประกอบกิจการจัดการลงทุนในประเภทนั้น ๆ ซึ่งผู้รับใบอนุญาตในแต่ละประเภท ก็จะไม่ต้องมาแก้ไขใบอนุญาตหากประสงค์จะจดทะเบียนกองทุนในประเภทเดียวกันนั้นอีก

ประเภทของโครงการจัดการลงทุนที่ให้อนุญาตมีดังต่อไปนี้

  - (ก) โครงการที่ลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน (financial asset) ประเภทนี้รวมถึง เงินสด หลักทรัพย์ที่มีดอกเบี้ยคงที่ หุ้นและหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง และส่วนได้เสียในโครงการจัดการลงทุน
    - (ข) โครงการที่ลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (derivatives)
    - (ค) โครงการที่ลงทุนในสิทธิเรียกร้องตามสัญญาผู้ที่มีหลักประกันเป็นอสังหาริมทรัพย์ (mortgages)
    - (ง) โครงการที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่นักลงทุนเลือกและโครงการที่มีลักษณะทำนองเดียวกัน (member discretionary master funds and similar schemes)
    - (จ) โครงการที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (direct real property)

<sup>47</sup> Australian Securities and Investments Commission, Policy Statement 130 Managed Investments: Licensing [Online]. 2000. Available from: [http://www.asic.gov.au/asic/asic\\_pub.nsf/byheadline/List+of+current+ASIC+policy+statements?openDocument#121-140](http://www.asic.gov.au/asic/asic_pub.nsf/byheadline/List+of+current+ASIC+policy+statements?openDocument#121-140) [2005, May 10], p. 3.

<sup>48</sup> Australian Securities and Investments Commission, AFS Licensing Kit: Part 2 [Online]. 2004. Available from: <http://www.asic.gov.au> [2005, June 15], p. 13.

(ฉ) โครงการที่ลงทุนในผลิตภัณฑ์ปฐมภูมิ (primary production) เช่น การทำสวนดอกไม้ ผลไม้ และผัก (horticulture) หรือการเพาะพันธุ์ม้าเพื่อการพาณิชย์ (commercial horse breeding)

(ช) film schemes และ

(ซ) time-sharing schemes

การให้ใบอนุญาตประกอบการจัดการลงทุนในโครงการที่ลงทุนในสินทรัพย์ประเภทที่ระบุไว้ในใบอนุญาต มีเหตุผลมาจากการคำนึงถึงทักษะ ความชำนาญ และความสามารถที่กำหนดให้ต้องมีของผู้ที่จะปฏิบัติหน้าที่เป็น responsible entity<sup>49</sup>

- หลักเกณฑ์การให้ใบอนุญาตและการประกอบธุรกิจ

ในการที่จะได้รับใบอนุญาต responsible entity ต้องมีทรัพย์สินสุทธิ (net tangible asset) อย่างน้อย 0.5% ของมูลค่าสินทรัพย์รวมทั้งหมดที่อยู่ภายใต้การจัดการ โดยมีจำนวนขั้นต่ำ 50,000 ดอลลาร์ แต่ไม่เกิน 5,000,000 ดอลลาร์ โดย ASIC มีดุลพินิจตามมาตรา 784(2B) ในการออกข้อกำหนดเพิ่มเติมในเรื่องหลักเกณฑ์การให้ใบอนุญาตนี้ และอาจกำหนดเงื่อนไขในการให้ใบอนุญาตได้ด้วย<sup>50</sup> ในส่วนหลักเกณฑ์การประกอบธุรกิจที่สำคัญของผู้ให้บริการ ได้ถูกกำหนดไว้ใน Corporation Act 2001 ดังต่อไปนี้<sup>51</sup>

(1) หน้าที่ทั่วไปของผู้ได้รับใบอนุญาต

(ก) ให้บริการอย่างมีประสิทธิภาพ ซื่อสัตย์ และเป็นธรรม

(ข) ปฏิบัติตามเงื่อนไขของใบอนุญาตที่ได้รับ

(ค) ดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของตนให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

(จ) มีบุคลากรและระบบงานที่แสดงได้ว่ามีความพร้อมในการประกอบธุรกิจและต้องดำรงความพร้อมดังกล่าวตลอดเวลาในการประกอบธุรกิจ

(ฉ) จัดให้มีการอบรมแก่ตัวแทนเพื่อให้มีความพร้อมในการปฏิบัติหน้าที่

(ช) จัดให้มีระบบการระงับข้อพิพาทตามที่กำหนด ในกรณีที่มีการให้บริการแก่ลูกค้ารายย่อย

(ซ) จัดให้มีระบบการจัดการความเสี่ยงที่เพียงพอและเหมาะสม

<sup>49</sup> Ibid., p. 7-9.

<sup>50</sup> Malcolm Turnbull, *Review of the Managed Investments Act 1998* [Online]. 2001. Available from: <http://miareview.treasury.gov.au/content/reports/download/Final%20Report.rtf> [2005. May 10], p. 26.

<sup>51</sup> Australian Securities and Investments commission, *Licensing: The scope of the licensing regime: Financial product advice and dealing. An ASIC guide* [Online]. 2005 Available from: <http://www.asic.gov.au> [2005. June 15], pp. 21-22.

(ฉ) มีข้อกำหนดเกี่ยวกับค่าเสียหายที่เกิดขึ้นกับลูกค้ารายย่อย

(2) หลักเกณฑ์ในการปฏิบัติหน้าที่และการเปิดเผยข้อมูล

ผู้ที่ได้รับใบอนุญาตมีหน้าที่ต้องปฏิบัติตาม Corporations act และกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการทางการเงินหลายประการ ซึ่งรวมถึง

(ก) รายงานต่อ ASIC เมื่อมีการกระทำผิดหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 912A

(ข) การเปิดเผยข้อมูลตามที่กำหนดใน Part 7.7 ของ Corporation Act 2001

(ค) การปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ใน Part 7.8 ของ Corporation Act 2001

(ง) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินตามที่กำหนด

(จ) ปฏิบัติตามบทบัญญัติเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้บริโภคตาม Australian Securities and Investments Commission Act 2001

- ขอบเขตของการอนุญาต

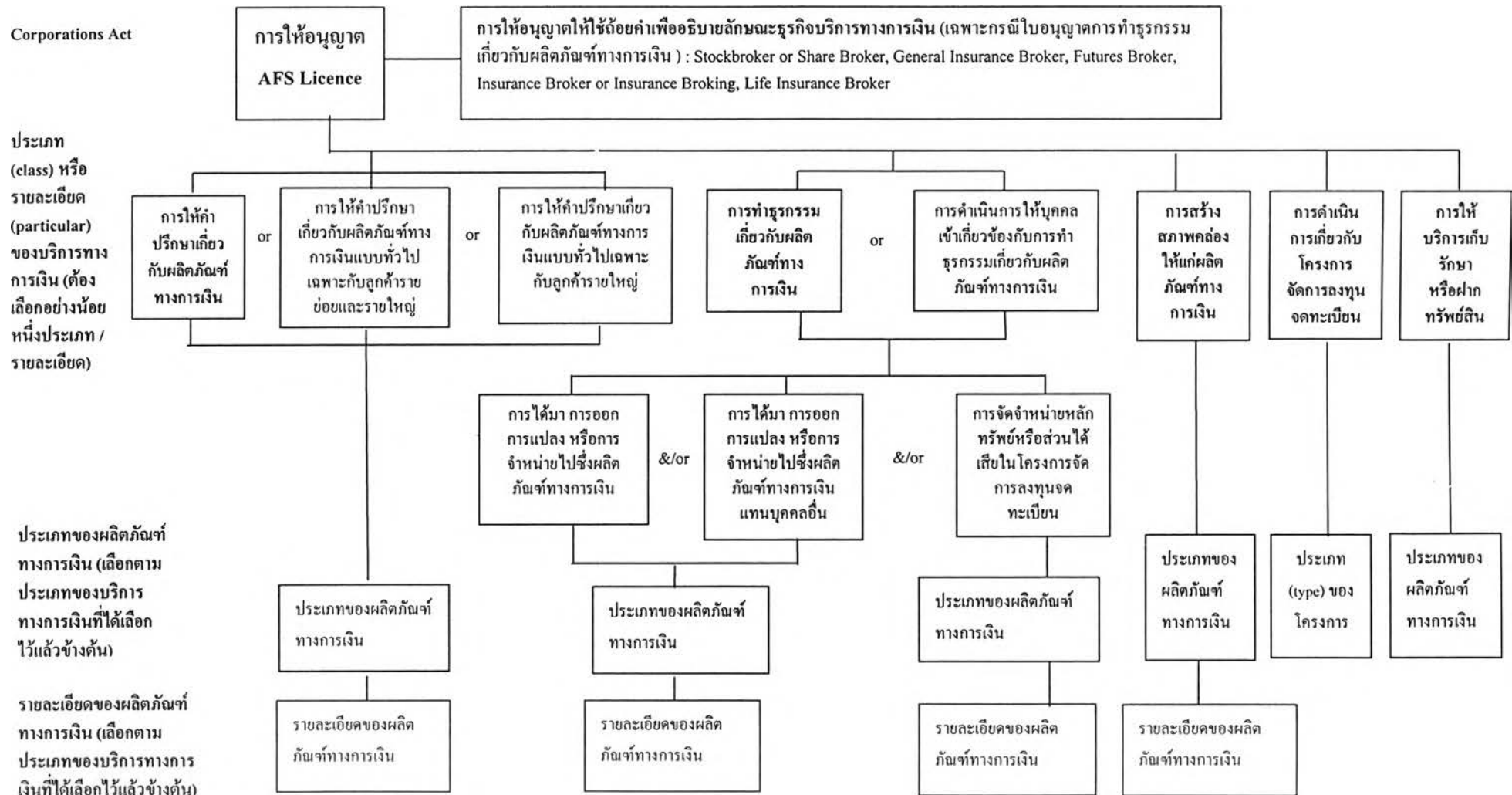
เมื่อ ASIC ได้ให้อุญาตดำเนินโครงการแล้ว ก็จะให้อุญาตในการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินโครงการ อย่างไรก็ตาม หากผู้ขออนุญาตประสงค์จะให้คำแนะนำในส่วนได้เสียของโครงการ (give advice on interest in schemes) ที่ตนเองดำเนินการ ก็จะต้องมีคุณสมบัติเพิ่มเติมในลักษณะเดียวกับคุณสมบัติของบุคคลที่ให้คำแนะนำด้วย<sup>52</sup>

โดยสรุปแล้ว กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงินของประเทศออสเตรเลีย สามารถอธิบายเป็นแผนภาพได้ดังนี้<sup>53</sup>

<sup>52</sup> Ibid., p. 5.

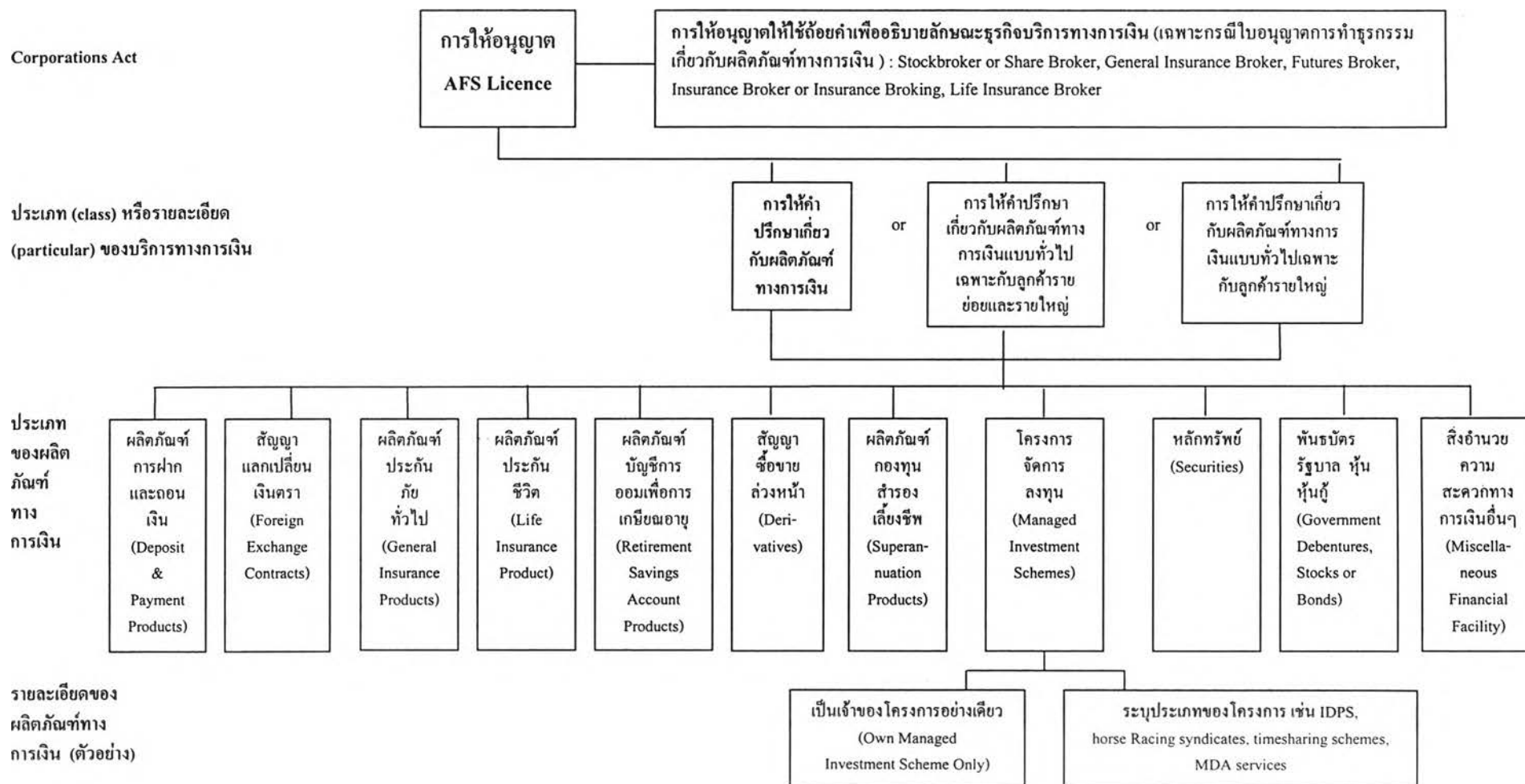
<sup>53</sup> ดัดแปลงจาก Australian Securities and Investments Commission, AFS Licensing Kit: Part 1 [Online]. 2004. Available from: <http://www.asic.gov.au> [2005, June 15], p. 15-18.

# แผนภาพที่ 1 สรุปภาพรวมการให้ใบอนุญาต Australian Financial Service licence (AFS licence)

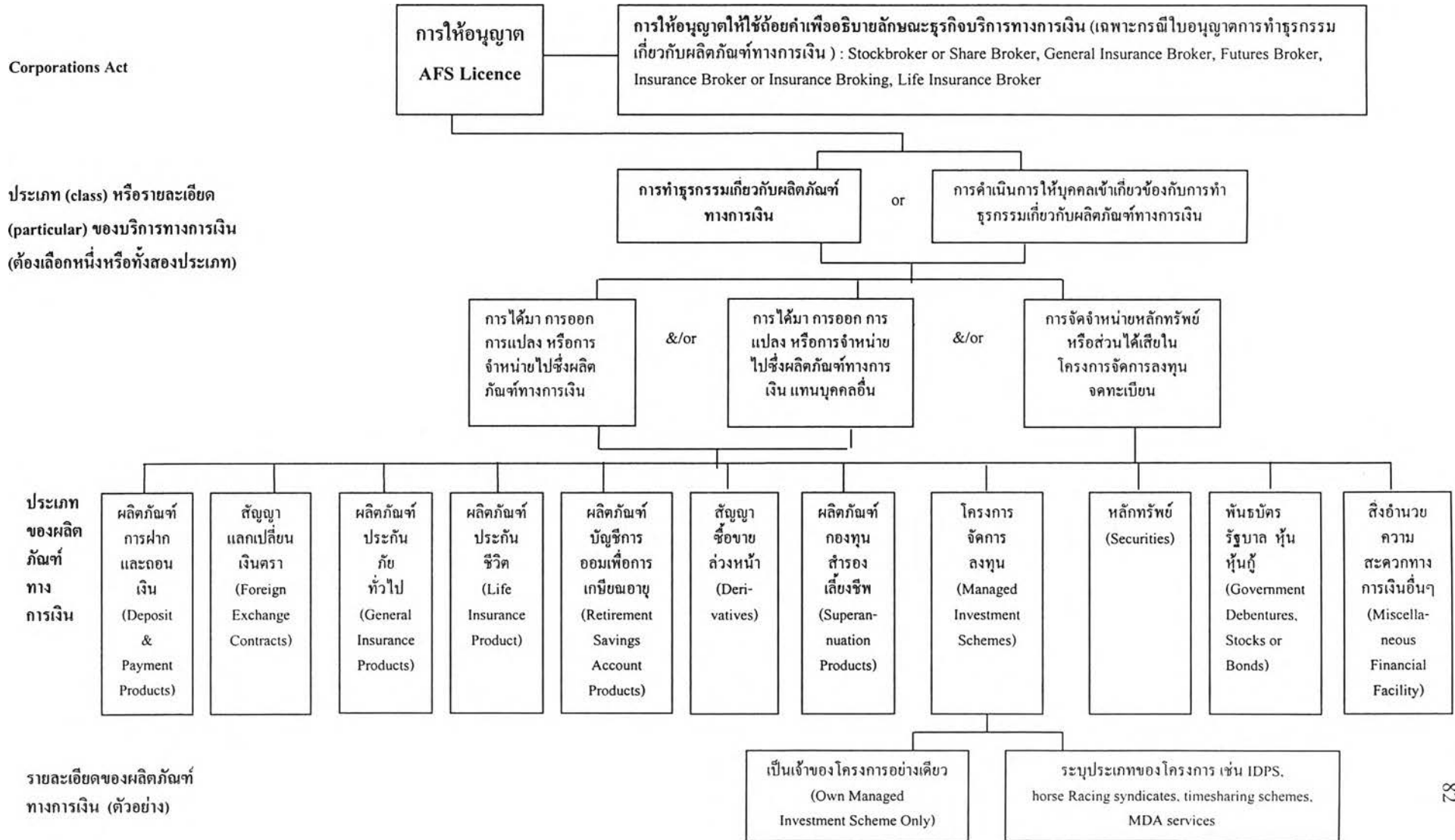




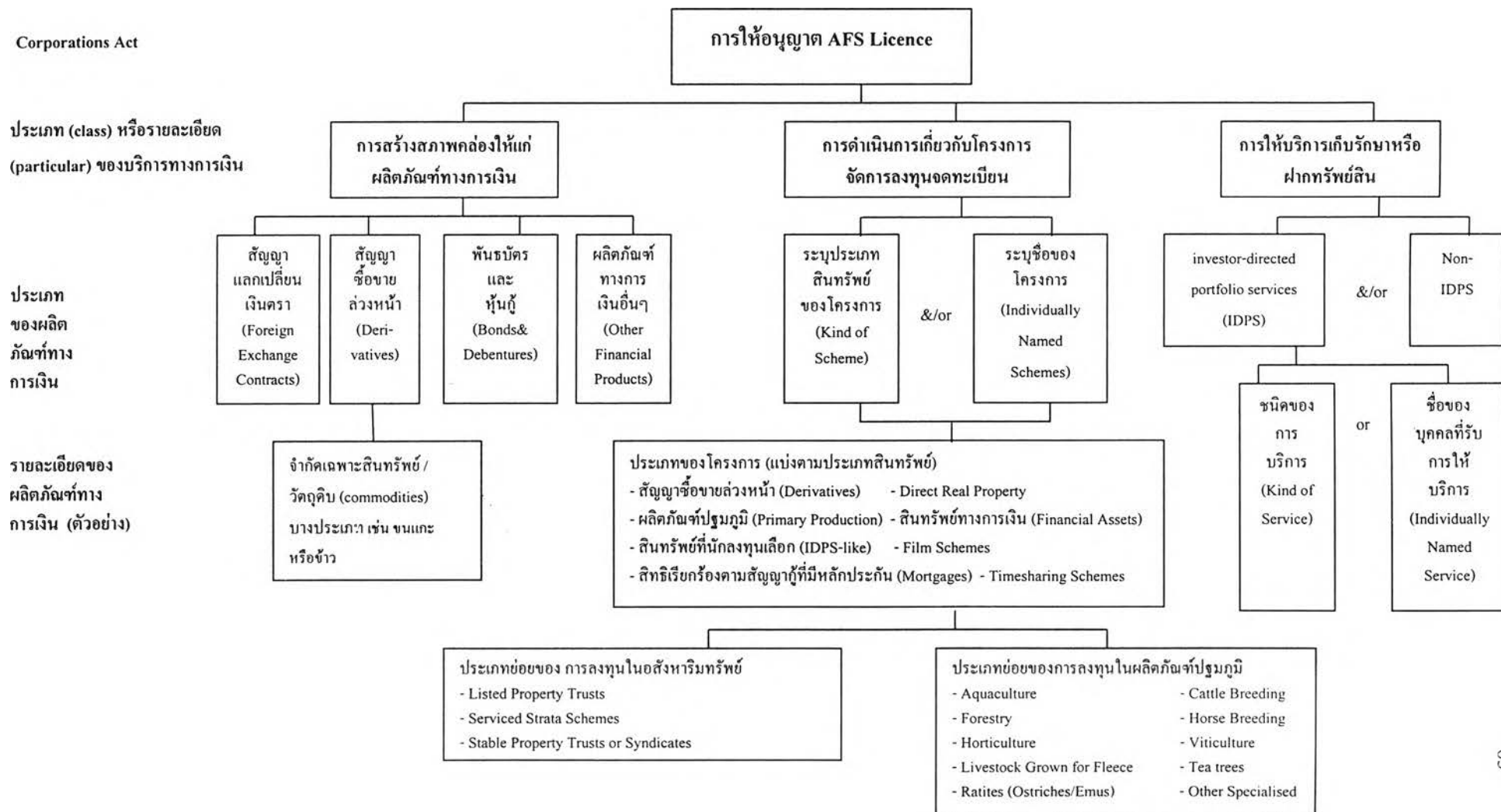
แผนภาพที่ 2 การให้อนุญาตประกอบธุรกิจการให้คำแนะนำเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Financial Product Advice)



### แผนภาพที่ 3 การให้อุญาตประกอบธุรกิจการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Deal in a Financial Product)



แผนภาพที่ 4 การให้อนุญาตประกอบธุรกิจการสร้างสภาพคล่องให้แก่ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Make a Market for Financial Product)  
การดำเนินการเกี่ยวกับโครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน และการให้บริการเก็บรักษาหรือฝากทรัพย์สิน



### 3.2.4 บทสรุป

กฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของประเทศออสเตรเลีย ในส่วนที่ว่าด้วยการระดมทุน โดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน และส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงินในปัจจุบันนั้น เป็นผลมาจากการปฏิรูปกฎหมายเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวที่เกิดขึ้นในการกำกับดูแลให้ครอบคลุมและมีประสิทธิภาพ

ในส่วนที่ว่าด้วยการระดมทุน โดยจัดตั้งโครงการจัดการลงทุน ประเทศออสเตรเลีย ไม่ได้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดตั้งโครงการจัดการลงทุนว่าจะจัดตั้งในรูปแบบใด การจัดตั้งจะเป็นไปตามกฎหมายพื้นฐาน เช่น กฎหมายว่าด้วยบริษัท กฎหมายว่าด้วยหุ้นส่วน กฎหมายว่าด้วยทรัสต์ เป็นต้น โดยหากองค์กรธุรกิจใดมีลักษณะเข้าตามนิยามโครงการจัดการลงทุน (managed investment scheme) จะต้องอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ดังนี้

(1) หากโครงการจัดการลงทุนที่มีลักษณะตามที่กำหนดและไม่เข้าข้อยกเว้น ก็จะต้องนำมาจดทะเบียนกับ ASIC และต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดเกี่ยวกับโครงสร้างและการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (structural and compliance requirements)

(2) responsible entity ของโครงการจดทะเบียนต้องเป็นบุคคลที่ได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน และ

(3) ต้องมีการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุนรายย่อย

สำหรับหลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องนั้น ภายหลังจากที่มีการแก้ไขกฎหมายแล้ว ออสเตรเลียได้ใช้โครงสร้างของการคุ้มครองผู้ลงทุนในลักษณะของ compliance based เพื่อให้เกิดการตรวจสอบการปฏิบัติงานของ responsible entity โดยมีการกำหนดให้มีแผนกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance plan) ภายใต้อการตรวจสอบดูแลของคณะกรรมการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance committee) หรือคณะกรรมการอิสระเสียงข้างมาก (majority independent board)

ในส่วนที่ว่าด้วยการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจบริการทางการเงิน ประเทศออสเตรเลีย ได้นำระบบการให้ใบอนุญาตเดี่ยว (single licensing) มาใช้ ซึ่งระบบนี้จะครอบคลุมองค์กรธุรกิจต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินทุกประเภท โดยภายใต้ใบอนุญาตใบเดียวนั้น จะแบ่งย่อยประเภทธุรกิจบริการทางการเงินตามลักษณะการให้บริการแต่ละประเภท หากผู้ประกอบการธุรกิจมีการดำเนินธุรกิจประเภทใด ก็ต้องทำให้ตนเองมีคุณสมบัติครบตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้สำหรับการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจประเภทนั้น ซึ่งทำให้เกิดความยืดหยุ่นและเป็นการรวมเอาลักษณะการให้บริการต่างๆ ที่มีความใกล้เคียงและเกี่ยวเนื่องเข้าไว้เป็นธุรกิจการให้บริการประเภทเดียวกัน ซึ่งจะ

เห็นได้ว่า มีการกำหนดขอบเขตของการทำธุรกิจที่ได้รับอนุญาตที่ ไม่ซ้ำซ้อนกัน ทำให้ค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแลของภาครัฐ และค่าใช้จ่ายในการปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายของภาคเอกชนมีน้อย และทำให้การวินิจฉัยความผิดกรณีการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาตมีความชัดเจนอีกด้วย โดยในส่วนของใบอนุญาตเกี่ยวกับการจัดการลงทุนนั้น responsible entity ที่จะสามารถจัดการโครงการจดทะเบียนได้ จะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่ได้รับ AFS licence ประเภทที่ให้อนุญาตให้ดำเนินการเกี่ยวกับ โครงการจัดการลงทุนจดทะเบียน (Australian financial services licence authorising it to operate a managed investment scheme) และตาม ASIC Policy Statement 130 Managed investments: Licensing กำหนดให้ ผู้ขอ อนุญาต ต้องมี AFS licence ประเภท การทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (dealer licence) ด้วย

### 3.3 การกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา\*

#### 3.3.1 ความเป็นมาของกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน และโครงสร้างกฎหมายที่ใช้บังคับในปัจจุบัน

##### 3.3.1.1 ความเป็นมาของกฎหมายเกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุน

กฎหมายที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนของประเทศสหรัฐอเมริกามีหลายฉบับ โดยฉบับที่สำคัญคือ Securities Act of 1933 Securities Exchange Act of 1934 Investment Company Act of 1940 และ Investment Advisers Act of 1940 ได้ตราขึ้นในช่วงที่ธุรกิจกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกามีการสะดุดหยุดลง จากการล่มสลายของตลาดหุ้นในปี 1929 ซึ่งส่งผลกระทบอย่างกว้างขวางในตลาดหุ้น และในช่วงสงครามโลกครั้งที่สองในปี 1940 ซึ่งทำให้กองทุนรวมถดถอยเป็นอย่างมาก การออกกฎหมายเหล่านี้ก็เพื่ออุดช่องว่างของกฎหมายและคุ้มครองผู้ลงทุนให้ดีขึ้น โดยกฎหมายเหล่านี้มีส่วนสำคัญที่ทำให้ธุรกิจกองทุนรวมรอดพ้นจากวิกฤต ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหลังสงคราม ทำให้กองทุนรวมเติบโตกลับมาเป็นที่นิยมอีกครั้ง

---

\* เนื่องจากรูปแบบการจัดตั้งการลงทุนประเภทนี้ของสหรัฐอเมริกามีหลากหลาย โดยถ้อยคำที่เข้าใจกันว่าหมายถึงธุรกิจประเภทนี้และเรียกการลงทุนประเภทนี้ว่า “กองทุนรวม” (mutual fund) นั้น เป็นเพียงประเภทหนึ่งของ “บริษัทเพื่อการลงทุน” (investment companies) เท่านั้น เพราะฉะนั้น ในส่วนที่กล่าวถึงประเทศสหรัฐอเมริกา หากเป็นการกล่าวถึงในแง่กฎหมายเกี่ยวกับ investment companies ทุกประเภท (ซึ่งมีความหมายกว้างกว่า mutual fund) ก็จะใช้คำว่า “บริษัทเพื่อการลงทุน” แต่หากกล่าวถึงธุรกิจประเภทนี้โดยความหมายที่เข้าใจกันทั่วไป ก็จะใช้คำว่า “กองทุนรวม”

ในส่วนของกฎหมายที่สำคัญที่สุดคือ Investment Company Act of 1940 นั้น ได้บัญญัติขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาของธุรกิจประเภทนี้ อันมีที่มาจากสภาพของสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อการลงทุน เพราะสินทรัพย์เหล่านั้นมีสภาพคล่องและเปลี่ยนมือได้ง่าย และการควบคุมกองทุนขนาดใหญ่ที่ประกอบด้วยเงินและหลักทรัพย์ ทำให้มีโอกาสในการแสวงหาประโยชน์จากการบริหารงานที่ไม่ซื่อสัตย์ได้ จากปัญหาของธุรกิจดังกล่าว และจากการศึกษาของ Securities and Exchange Commission (SEC) ตามที่มาตรา 30 แห่ง Public Utility Holding Company Act of 1935\* ได้กำหนดให้ SEC ทำการศึกษา public-utility company และ investment companies นั้น SEC ได้พบพฤติกรรมที่กระทำผิดต่าง ๆ เกี่ยวกับธุรกิจนี้ จึงได้มีการยกร่าง Investment Company Act ขึ้น โดยมีพื้นฐานมาจากข้อสรุปและข้อเสนอแนะในรายงานของ SEC ซึ่งบทบัญญัติเหล่านี้ได้บังคับใช้ต่อมาถึง 30 ปีโดยที่มิได้มีการแก้ไขใด ๆ

ในปี 1962 Wharton School of Finance and Commerce ของ University of Pennsylvania ได้ดำเนินการวิจัยศึกษาตามที่ SEC มอบหมาย และในปี 1966 SEC ก็ได้ทำรายงานยื่นต่อ Congress ทำให้เกิดการแก้ไข Investment Company Act ในปี 1970 ซึ่งมีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงอย่างมากมา โดยในภายหลังในปี 1980 ได้มีการออก Small Business Investment Incentive Act แก้ไข Investment Company Act of 1940 อีก เพื่อลดบทบัญญัติที่เป็นข้อจำกัดใน interest of financing ของธุรกิจร่วมทุนขนาดเล็ก (small business venture)<sup>54</sup>

ในช่วงทศวรรษ 1970-1980 ธุรกิจกองทุนรวมของสหรัฐอเมริกาได้มีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงอย่างเป็นลำดับ ไม่ว่าจะเป็นการพัฒนาหลักทรัพย์ที่มีการไปลงทุนที่หลากหลาย การกระจายความเสี่ยงในการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ พันธบัตรรัฐบาล ทำให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกมากขึ้น โดยการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ เป็นเรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในเรื่องค่าใช้จ่ายในการจัดการลงทุน จากเดิมในช่วงปี 1960 กองทุนรวมส่วนใหญ่จะเป็นแบบ Load fund ซึ่งเป็นกองทุนที่จัดเก็บค่าธรรมเนียมที่เรียกว่า “Load” เนื่องจากกองทุน Load fund จะมีการว่าจ้าง Broker ในการขายหน่วยลงทุน จึงทำให้มีค่าใช้จ่ายในส่วนนี้มาก จนกระทั่งในช่วงปี 1970-1980 ผู้ลงทุนเบนความสนใจการลงทุนไปลงทุนในกองทุนประเภท No-Load fund มาก

---

\* รายงานของ SEC เกี่ยวกับการศึกษา Investment Trust และ Investment Companies มี 5 ส่วน ได้แก่ (1) The Nature, Classifications, and Origins of Investment Trusts and investment companies (2) Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies (3) Abuses and Deficiencies in the Organization and Operation of Investment Trusts and Investment Companies (4) Control and Influence over Industry and Economic Significance of Investment Companies (5) Conclusions and Recommendations

<sup>54</sup> Louis Loss and Joel Seligman, *Securities Regulation*, volume I, 3<sup>rd</sup> ed. (Boston: Little, Brown and company, 1990) p.247-248.

ขึ้น เนื่องจากกองทุนประเภทนี้จะขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง ทำให้ปลอดจากภาระค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ จึงมีผลให้การประกอบการดีกว่า จนในที่สุดกองทุนประเภท Load fund ต้องหันมาเปลี่ยนการดำเนินการในรูปแบบ No-Load fund มากขึ้น จนในปัจจุบันกองทุนประเภท Load fund เหลือจำนวนน้อยลง

### 3.3.1.2 โครงสร้างกฎหมายที่ใช้บังคับในปัจจุบัน

กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลธุรกิจการจัดการลงทุนและบริษัทเพื่อการลงทุนของประเทศสหรัฐอเมริกาในปัจจุบัน มีดังต่อไปนี้<sup>55</sup>

#### (1) Investment Company Act of 1940

##### ข้อความคิด

Investment Company Act เป็นกฎหมายที่กำหนดมาตรการกำกับดูแลสำหรับธุรกิจบริษัทเพื่อการลงทุน ที่ต้องมีข้อกำหนดบางประการที่มากกว่าการเปิดเผยข้อมูลตาม Securities Act of 1933 และ Securities Exchange Act of 1934 โดยตัวบริษัทเพื่อการลงทุนเองนั้นประกอบธุรกิจด้านการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทอื่น จัดเป็นสถาบันสื่อกลางของประชาชน ในการลงทุนร่วมกันในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยเหตุผลสำคัญของการมี (raison d'être) บริษัทเพื่อการลงทุน คือการกระจายความเสี่ยง โดยตามทฤษฎี บริษัทเพื่อการลงทุนเปรียบเสมือนที่ปรึกษาการลงทุนของผู้มีรายได้น้อย ("poor man's" investment counselors)<sup>56</sup> นอกจากนี้ ศาสตราจารย์ Thomas L Hazen ได้อธิบายว่า Investment Company Act มีวัตถุประสงค์ในการคุ้มครองผู้ลงทุนซึ่งได้ให้ความไว้วางใจในการมอบเงินออมของตนให้แก่บุคคลอื่น ที่มีความเชี่ยวชาญในการจัดการและความสามารถในการกระจายการลงทุน ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนแต่ละคนไม่มี<sup>57</sup>

##### สาระของบทบัญญัติ

บทบัญญัติของ Investment Company Act มีสาระเกี่ยวกับการกำกับดูแลบริษัทเพื่อการลงทุนซึ่งเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในการจัดการที่มีความซับซ้อน โดยกำหนดให้บริษัทต้องมีการเปิดเผยฐานะ

<sup>55</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, The Laws That Govern the Securities Industry [Online]. 2005. Available from: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>[2005, August 28]. and

Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book, [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005, November 28] p. 115.

<sup>56</sup> Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulation, p. 243.

<sup>57</sup> Thomas L Hazen, the Law of Securities Regulation, 3<sup>rd</sup> ed. (St. Paul, Minnesota: West Publishing, 1996), pp. 955-959.

การเงินและนโยบายการลงทุนให้กับผู้ลงทุนและ SEC ทั้งในขณะเมื่อมีการขายหุ้นและเปิดเผยเป็นประจําภายหลังจากนั้น กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนเกี่ยวกับกองทุน วัตถุประสงค์ในการลงทุน โครงสร้างบริษัทเพื่อการลงทุน และการดำเนินการ ทั้งนี้ SEC จะมีได้กำกับการตัดสินใจหรือกิจกรรมใด ๆ ของบริษัทที่เกี่ยวกับการลงทุน

#### (2) กฎหมายของมลรัฐ (Blue-Sky Law)

นอกจาก Investment Company Act ซึ่งเป็นกฎหมายของรัฐบาลกลางในการกำกับควบคุมธุรกิจจัดการลงทุนแล้ว บริษัทเพื่อการลงทุนที่ประสงค์จะขายหน่วยลงทุนในมลรัฐใด ก็จะต้องจดทะเบียนกับมลรัฐนั้นด้วย ตามบทบัญญัติกฎหมายของแต่ละมลรัฐ

#### (3) Securities Act of 1933

กฎหมายฉบับนี้มีวัตถุประสงค์สำคัญสองประการคือ (ก) กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและข้อมูลอื่นที่สำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนแก่ผู้ลงทุน และ (ข) ป้องกันการหลอกลวง การแสดงข้อความอันเป็นเท็จ และการฉ้อฉลอื่น ๆ ในการขายหลักทรัพย์

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

#### (4) Securities Exchange Act of 1934

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

นอกจากที่กล่าวมาแล้ว กฎหมายฉบับนี้ได้ระบุและห้ามการกระทำ (conduct) บางประเภทในตลาด บัญญัติให้ SEC มีอำนาจทางวินัย (disciplinary power) ในการกำกับดูแลองค์



กรที่เกี่ยวข้อง และบัญญัติให้ SEC เรียกให้บริษัทที่มีหลักทรัพย์ซื้อขายในหมู่ประชาชน ส่งข้อมูลตามที่กำหนดได้

#### (5) Investment Advisers Act of 1940

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

#### สรุป

ในบรรดากฎหมายที่กล่าวมาข้างต้น กฎหมายที่สำคัญที่สุดคือ Investment Company Act ซึ่งกำหนดบทบัญญัติเกี่ยวกับประเภทและลักษณะของบริษัทเพื่อการลงทุน การดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูล โดยบริษัทเพื่อการลงทุนต้องจดทะเบียนกับ SEC ภายใต้กฎหมายดังกล่าว และจะต้องจดทะเบียนบริษัทเพื่อการลงทุนภายใต้กฎหมายของมลรัฐ (Blue-Sky Law) ที่จะมีการเสนอขายหน่วยลงทุน นอกจากนี้ เมื่อจะขายหน่วยลงทุนต่อประชาชน ก็จะต้องจดทะเบียนกับ SEC ตาม Securities Act โดยต้องมีการเปิดเผยข้อมูลและจัดจำหน่ายตาม Securities Exchange Act และมีที่ปรึกษาการลงทุนซึ่งจดทะเบียนภายใต้ Investment Advisers Act

### 3.3.2 การระดมทุนโดยจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน

3.3.2.1 องค์การธุรกิจที่จัดเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน

3.3.2.2 การจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน

3.3.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

3.3.2.4 การจดทะเบียนบริษัทเพื่อการลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

3.3.2.1 องค์การธุรกิจที่จัดเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน

#### หลักการพิจารณา

ในการพิจารณาว่า องค์การธุรกิจใดจัดเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนที่จะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่ใช้กับบริษัทเพื่อการลงทุนนั้น มีหลักและข้อยกเว้นในการพิจารณาที่ซับซ้อน เนื่องจากตาม Investment Company Act of 1940 ได้นิยามความหมายของ “บริษัทเพื่อการลงทุน”

(investment company) โดยพิจารณาจากสาระสำคัญ (substance) โดยในมาตรา 3(a)(1) \* ได้กำหนดว่า บริษัทเพื่อการลงทุน หมายถึง

(1) ผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งประกอบธุรกิจหรือแสดงตนว่าประกอบธุรกิจด้านการลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

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

(3) ผู้ออกหลักทรัพย์ซึ่งเข้าเกี่ยวข้องหรือเสนอเข้าเกี่ยวข้องในธุรกิจ การลงทุน การเป็นเจ้าของ การถือ หรือการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทหลักทรัพย์เพื่อการลงทุน \*\* เป็นจำนวนเกินกว่า 40% ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของผู้ออกหลักทรัพย์รายนั้น

คำว่า “company” ตามที่นิยามไว้ใน Investment Company Act มีความหมายไม่จำกัดเฉพาะองค์กรธุรกิจที่จัดตั้งในรูปบริษัท โดยตามนิยามในมาตรา 2(a)(8) “Company” หมายถึง บริษัท (corporation) ห้างหุ้นส่วน (partnership) องค์กร (association) บริษัทร่วมทุน (joint-stock company) ทรัสต์ กองทุน หรือกลุ่มบุคคลอื่นใดไม่ว่าจะจดทะเบียนเป็นบริษัทหรือไม่ก็ตาม หรือผู้พิทักษ์ทรัพย์ (receiver) ทรัสต์ในกรณีภายใต้ title 11 of the United States Code หรือตัวแทนชำระบัญชี ในการปฏิบัติงานภายใต้อำนาจหน้าที่นั้น ๆ

---

\* มาตรา 3(a)(1) When used in this title, “investment company” means any issuer which—

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

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

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

\*\* หลักทรัพย์เพื่อการลงทุน (investment securities) มีนิยามตามมาตรา 3(a)(2) ว่าหมายถึง หลักทรัพย์ทุกชนิดยกเว้น หลักทรัพย์รัฐบาล หลักทรัพย์ซึ่งออกโดย employees’ securities companies และหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทลูกของบริษัทที่ไม่ใช่ investment company

### ช้อยกเว้น

ตามนิยามดังกล่าวกำหนดช้อยกเว้นองค์กรธุรกิจที่ไม่ถือเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนไว้หลายประการ โดยกำหนดไว้ในมาตรา 3(b) มาตรา 3(c) และมาตรา 6 ซึ่งมีช้อยกเว้นที่สำคัญดังต่อไปนี้

(1) บริษัทที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุน โดยไม่เจตนา (Inadvertent Investment Company)

เนื่องจากนิยาม “Investment Company” ในมาตรา 3(a) ครอบคลุมกว้างมาก จึงทำให้มีบริษัทที่ประกอบธุรกิจ (operating company) ที่ได้ขายส่วนสำคัญของทรัพย์สินและนำไปลงทุนต่อในหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นซึ่งมิใช่บริษัทที่ตนเองมีอำนาจควบคุมอยู่ก็อาจจะอยู่ในฐานะของบริษัทเพื่อการลงทุนโดยไม่เจตนาได้ ซึ่งทำให้อาจต้องมาจดทะเบียนกับ SEC หรือมิฉะนั้นก็จะต้องได้รับโทษตามมาตรการบังคับได้ นอกจากนี้ การพิจารณาว่าธุรกิจหลัก (“principal”) ของบริษัทคืออะไร หรือการวัดมูลค่าของ “investment securities” และสินทรัพย์อื่นสำหรับวัตถุประสงค์ในการตัดสินใจว่าจะเข้ากรณีมีจำนวนเกินกว่า 40% ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของผู้ถือหลักทรัพย์รายนั้นหรือไม่ นั่นก็เป็นเรื่องยาก

อย่างไรก็ดี ตามมาตรา 3(b)(1)(2) ในกรณีที่สินทรัพย์ของบริษัทเกินกว่า 40% เป็น “investment securities” ก็อาจไม่ถือเป็นบริษัทเพื่อการลงทุนถ้า (1) ผู้ถือหลักทรัพย์นั้นประกอบธุรกิจหลักอย่างอื่น โดยตนเองหรือผ่านบริษัทย่อยที่ตนเองเป็นเจ้าของทั้งหมด (wholly-owned subsidiaries) หรือ (2) ผู้ถือหลักทรัพย์ได้ยื่นคำขอและได้รับอนุญาตจาก SEC ให้ประกาศว่าบริษัทนั้นประกอบธุรกิจหลักอย่างอื่น โดยตนเองหรือผ่านบริษัทย่อยที่ตนเป็นผู้ถือหุ้นเสียงข้างมาก หรือผ่านบริษัทที่ตนควบคุมในการดำเนินธุรกิจทำนองเดียวกัน (controlled companies conducting similar types of businesses)

(2) บริษัทเพื่อการลงทุนที่เสนอขายในวงจำกัด (Private Investment Company)  
ผู้ถือหลักทรัพย์ที่มีลักษณะตามมาตรา 3(c)(1) และมาตรา 3(c)(7) มักจะถูกเรียกว่า บริษัทเพื่อการลงทุนที่เสนอขายในวงจำกัด (Private Investment Companies) เพราะว่าผู้ถือหลักทรัพย์เหล่านี้มิได้เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน และจำกัดจำนวนผู้ลงทุนหรือประเภทของผู้ลงทุนที่เสนอขายดังนี้

(ก) ช้อยกเว้นตามมาตรา 3(c)(1) คือผู้ถือหลักทรัพย์ต้องมีได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และหุ้นของผู้ถือหลักทรัพย์ถือโดยบุคคลไม่เกิน 100 ราย

(ข) ข้อยกเว้นตามมาตรา 3(c)(7) คือผู้ออกหลักทรัพย์ต้องมีได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชน และหุ้นของผู้ออกหลักทรัพย์ถือโดยบุคคลที่เป็นผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Qualified purchasers)\* ในขณะที่บุคคลนั้นได้หุ้นมา

### (3) Investment Club

Investment Club คือกลุ่มบุคคลที่รวมเงินกันเพื่อนำมาลงทุน โดยสมาชิกจะศึกษาหาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนต่างๆ และนำมาตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ร่วมกันตามเสียงส่วนใหญ่ ซึ่ง Investment Clubs มักจะตั้งขึ้นเป็นห้างหุ้นส่วน

โดยส่วนใหญ่แล้ว Investment Club มักจะไม่ต้องจดทะเบียนกับ SEC ในฐานะเป็น Investment Companies เพราะว่าส่วนได้เสียของสมาชิกไม่ถูกถือว่าเป็นหลักทรัพย์ตาม Securities Act of 1933 โดยกรณีที่จะไม่ถูกถือว่าเป็นหลักทรัพย์นั้น สมาชิกใน Investment Club ต้องมีส่วนร่วมอย่างมากในการตัดสินใจในการลงทุน โดยถ้าสมาชิกลงทุนและคาดหวังที่จะได้กำไรจากการจัดการของผู้อื่น (คือมิได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจในการลงทุน) ในกรณีดังกล่าวนี้ ส่วนได้เสียของสมาชิกก็อาจถือเป็นหลักทรัพย์ได้ โดยจัดเป็นหลักทรัพย์ประเภท investment contract<sup>58</sup>

Investment Club ต้องจดทะเบียนกับ SEC ในกรณีที่เข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้ (1) Club ลงทุนในหลักทรัพย์เป็นหลัก (2) Club ออกเสนอขายส่วนได้เสียที่ถือเป็นหลักทรัพย์ และ (3) Club ไม่เข้าข้อยกเว้นจากนิยามของ “Investment Company”<sup>59</sup>

### ข้อแตกต่างระหว่างบริษัทเพื่อการลงทุนตาม Investment Company Act กับบริษัททั่วไป

กองทุนรวมในความหมายของ “investment company” แม้จะมีชื่อเป็นบริษัท แต่ก็มีข้อแตกต่างจากบริษัททั่วไปคือ<sup>60</sup>

\* ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ (Qualified purchasers) มีนิยามตามมาตรา 2(a)(51) ซึ่งกล่าวโดยทั่วไปคือ 1. บุคคลที่มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 5 ล้านดอลลาร์ และ 2. บุคคลผู้กระทำการเพื่อบัญชีลงทุนของตนเองหรือเพื่อบัญชีลงทุนของผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะคนอื่น และลงทุนโดยหลักเกณฑ์ตามที่เห็นควร (discretionary basis) ไม่น้อยกว่า 25 ล้านดอลลาร์

<sup>58</sup> Division of Investment Management, United States Securities and Exchange Commission. Investment Company Registration Package. (Washington D.C.: United States Securities and Exchange Commission, 1999), pp. 2-3.

<sup>59</sup> Office of Investor Education and Assistance United States Securities and Exchange Commission, Investment Clubs and the SEC. [Online]. 2005. Available from: <http://www.sec.gov> [2005, August 28]

<sup>60</sup> สุภพงษ์ สวภาพมงคล, “ปัญหากฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน,” หน้า 115.

(1) เกือบทุกกองทุนรวมในสหรัฐอเมริกาดำเนินการโดยการจัดการจากภายนอกกองทุน จะไม่มีพนักงานหรือลูกจ้างเป็นของตนเอง การดำเนินการทั้งหมดกระทำโดยบุคคลที่สาม หรือผู้ให้บริการ (service provider) ไม่ว่าจะเป็น investment adviser หรือ broker-dealer (โปรดดูแผนภาพที่หน้า 99 ซึ่งจะแสดงบุคคลที่กองทุนจะให้เป็นผู้ดำเนินงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกองทุน)

(2) โดยปกติกองทุนรวมจะมีการเสนอขายหน่วยลงทุนที่ออกใหม่ให้แก่ประชาชนอย่างต่อเนื่อง (on a continuous basis)

(3) กรณีเป็นกองทุนเปิด กองทุนรวมจะต้องรับซื้อคืนหน่วยลงทุนที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดจากผู้ลงทุน เมื่อผู้ลงทุนร้องขอไม่ว่าเวลาใด ๆ โดยราคารับซื้อคืนหน่วยลงทุนขึ้นอยู่กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน ณ เวลานั้น

(4) กฎหมายของรัฐบาลกลางจะกำหนดรายละเอียดของโครงสร้าง และการปฏิบัติการของกองทุน และกำหนดหน้าที่พิเศษให้กรรมการอิสระของกองทุนหรือทรัสต์ในการคุ้มครองผู้ถือหน่วยลงทุน

### 3.3.2.2 การจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน

#### รูปแบบและประเภทของบริษัทเพื่อการลงทุน

ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทเพื่อการลงทุนอาจจัดตั้งขึ้นในรูปแบบบริษัท ทรัสต์ ห้างหุ้นส่วน หรือรูปแบบอื่น ๆ ก็ได้ แต่โดยที่ส่วนใหญ่แล้ว investment company จะจัดตั้งในรูปแบบบริษัท (corporation) บทบัญญัติส่วนใหญ่จึงใช้ศัพท์ที่ใช้กับบริษัท (corporate terms) เช่น กรรมการ (directors) ผู้ถือหุ้น (shareholders) ดังนั้น จึงต้องมีการปรับ (modifications) ให้เหมาะสมกับการนำไปใช้กับบริษัทเพื่อการลงทุนที่จัดตั้งในรูปแบบอื่น ๆ<sup>61</sup>

Investment Company ตามนิยามในมาตรา 4 แบ่งได้เป็น 3 ประเภท คือ Face-amount Certificate Company, Unit Investment Trust และ Management Company โดย 2 ประเภทหลังเป็นรูปแบบกองทุนรวมที่ใช้ในปัจจุบัน ซึ่งรายละเอียดของ Investment Company แต่ละประเภทมีดังนี้

#### (1) Face-amount Certificate Company

กองทุนรวมประเภทนี้จะออกหน่วยลงทุนระยะยาวที่เรียกว่า face-amount certificate โดยจะประกันผลตอบแทนขั้นต่ำสุด ปกติจะเป็นกองทุนที่มุ่งลงทุนในหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินใดทรัพย์สินหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น อสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น กองทุนประเภทนี้มีจำนวนน้อยมากในปัจจุบัน

<sup>61</sup> David L. Ratner, Securities Regulation, 4th ed. (St. Paul, Minnesota : West Publishing, 1992), p. 215.

## (2) Unit Investment Trust (UIT)

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

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

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

ถึงแม้ UIT จะออกหน่วยลงทุนที่สามารถขายคืนได้ แต่ผู้จัดตั้งกองทุน (sponsor) มักจะจัดให้มีการซื้อขายหน่วยลงทุนนี้ได้ในตลาดรอง (ตลาดหุ้น) ควบคู่ไปด้วย ในการซื้อคืนจากผู้ถือหน่วยลงทุน UIT สามารถขายต่อให้แก่ผู้ลงทุนรายใหม่ได้ จึงทำให้สามารถรักษาขนาดและรักษากองทรัพย์สินของกองทุนได้ก่อนที่จะหมดอายุโครงการ ดังนั้น จะไม่มีการออกหน่วยลงทุนใหม่แต่อย่างใด ทำให้ไม่มีภาระค่าใช้จ่ายในเรื่องการออกหนังสือชี้ชวน

## (3) Management Company

Management Company คือบริษัทเพื่อการลงทุนนอกเหนือจาก Face-amount Certificate Company และ UIT โดยตามมาตรา 5(a) แบ่งย่อยออกเป็น\* กองทุนเปิด (open-end company) และกองทุนปิด (close-end company) กองทุนเปิด หมายถึง Management Company ที่รับ

---

\* นอกจากนี้ ตามมาตรา 5(b) Management Company ยังแบ่งออกเป็น กองทุนประเภทกระจายการลงทุน (diversified company) และประเภทไม่กระจายการลงทุน (non-diversified company) โดยกองทุนประเภทกระจายการลงทุนจะต้องกำหนดให้สินทรัพย์อย่างน้อย 75% ของสินทรัพย์ทั้งหมดต้องไม่ลงทุนในหลักทรัพย์หนึ่งหลักทรัพย์ใดเกิน 5% ของสินทรัพย์ทั้งหมด หรือถือกรรมสิทธิ์เกิน 10% ของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในบริษัทหนึ่งบริษัทใด ยกเว้นกรณีที่เป็นหลักทรัพย์ของรัฐบาล เงินสด หรือสิ่งที่คล้ายเงินสด รวมทั้ง receivable สำหรับกองทุนประเภทไม่กระจายการลงทุนไม่ต้องมีลักษณะเช่นว่ามานี้ อย่างไรก็ตาม เพื่อหลีกเลี่ยง entity-level Taxation Management Company ไม่ว่าจะ เป็นประเภทกระจายการลงทุนหรือไม่ก็ตาม ก็ต้องกระจายการลงทุนอย่างน้อย 50% ของสินทรัพย์ และกองทุนจะไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ เว้นแต่ได้รับการลงมติของผู้ถือหน่วยลงทุนให้เปลี่ยนแปลงได้

ซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ออกหรือเสนอขาย ส่วนกองทุนปิด หมายถึง Management Company นอกจากกองทุนเปิด (ก็คือ Management Company ที่ไม่รับซื้อคืนหลักทรัพย์ที่ออกหรือเสนอนั้นเอง)

กองทุนเปิด (open-end company) คือรูปแบบหนึ่งของบริษัทเพื่อการลงทุนที่เป็นที่รู้จักกันว่ากองทุนรวม (mutual fund) ซึ่งอาจจัดตั้งขึ้นเป็นบริษัทหรือทรัสต์ (corporation or business trust) ก็ได้<sup>62</sup> เป็นรูปแบบของบริษัทเพื่อการลงทุนที่เป็นที่นิยมมากที่สุด โดยกองทุนรวมมี portfolio of securities ที่บริหาร โดยที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) และอยู่ภายใต้การดูแลของคณะกรรมการ (board of directors or board of trustees) ที่จะดูแลการทำธุรกรรมของกองทุนกับที่ปรึกษาการลงทุนและผู้ให้บริการ (service providers) อื่น ๆ โดยปกติกองทุนรวมจะเสนอขายหุ้นต่อประชาชนอย่างต่อเนื่องโดยไม่จำกัดจำนวน และหุ้นเหล่านี้สามารถไถ่ถอนคืนได้ ซึ่งหมายความว่าผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่จะไถ่ถอนหรือขายหุ้นกลับคืนไปยังกองทุนและได้รับมูลค่าหุ้นที่ขายคืนตามส่วนแบ่งของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน

กองทุนปิด (close-end company) มีความแตกต่างจากกองทุนเปิดข้างต้นคือกองทุนปิดจะเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งเดียวโดยจำกัดจำนวน และหุ้นเหล่านี้ไม่สามารถไถ่ถอนคืนได้ โดยจะมีการนำไปซื้อขายกันในตลาดรองซึ่งมักจะเป็นตลาดหุ้น

#### การจัดตั้งบริษัทเพื่อการลงทุน<sup>63</sup>

การจัดตั้งกองทุนรวมมีกระบวนการที่ซับซ้อน ที่ดำเนินการ โดยผู้จัดตั้งกองทุน (fund's sponsor) ซึ่งมักจะเป็นที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุนนั้น (fund investment adviser) หรือผู้บริหารดูแล หรือผู้จัดจำหน่ายหลัก (principal underwriter) (หรือเป็นที่รู้จักกันว่า distributor)

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

<sup>62</sup> Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book. [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005, November 28] p. 116.

<sup>63</sup> Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book. [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005, November 28] pp. 116-118.

ในการจัดเตรียมแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ สัญญา แบบแสดงรายการข้อมูลต่อแต่ละมลรัฐ และเอกสารเกี่ยวกับบริษัท (corporate documents) ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายแก่ผู้จัดตั้งกองทุนหลายแสนดอลลาร์ ตาม Investment Company Act of 1940 ได้กำหนดให้กองทุนรวมต้องจดทะเบียนกับ SEC เป็น “registered investment company” และกำหนดให้กองทุนที่จัดตั้งใหม่ต้องมีสินทรัพย์อย่างน้อย 100,000 ดอลลาร์ เป็นเงินทุนก้อนแรกเพื่อตั้งต้นกิจการ (seed capital) ก่อนที่จะจำหน่ายหุ้นต่อประชาชน ซึ่งเงินทุนนี้มักจะให้โดยที่ปรึกษาการลงทุน หรือผู้สนับสนุนรายอื่นในรูปของเงินลงทุนเริ่มต้น (initial investment) ซึ่งแม้ว่ากองทุนรวมจะจัดตั้งด้วยเงินก้อนแรก (seed money) ซึ่งเป็นของผู้จัดตั้งกองทุน แต่ก็จะมีการจัดการเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุนทุกคนที่ได้ซื้อหุ้นของกองทุน เมื่อกองทุนนั้นได้มีการจัดตั้งและเสนอขายต่อประชาชนแล้ว

#### บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งและดำเนินการกองทุนรวม<sup>64</sup>

##### (1) ผู้ถือหุ้นรายลงทุน (Shareholders)

ผู้ถือหุ้นรายลงทุนที่เป็นหุ้นมีสิทธิเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นในบริษัทอื่น ๆ โดยมีสิทธิลงคะแนนเรื่องต่างๆ ซึ่งรวมถึงการเลือกตั้งกรรมการ การให้ความเห็นชอบในการเปลี่ยนแปลงในสาระสำคัญของข้อสัญญาในสัญญาของกองทุน (fund's contract) กับที่ปรึกษาการลงทุน เช่น การเพิ่มค่าธรรมเนียมในการจัดการ การเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์หรือนโยบายการลงทุน

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

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

คณะกรรมการต้องดำเนินการกองทุนในลักษณะของบุคคลผู้รอบคอบมีเหตุผล จะใช้ในการดำเนินธุรกิจ (reasonably prudent person would take with his or her own business) มีการตัดสินใจที่ดีมีเหตุผล (sound business judgment) ให้ความเห็นชอบนโยบายและกระบวนการที่จะทำให้องค์กรมีการปฏิบัติที่เป็นไปตามกฎหมาย ตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของการดำเนินการกองทุน และการดำเนินการของผู้ให้บริการ (service providers) (โปรดดูเพิ่มเติมในหัวข้อ “หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง” ซึ่งจะกล่าวในลำดับถัดไป)

<sup>64</sup> Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book, [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005, November 28] pp. 118-121.



นอกจากนี้ ในคณะกรรมการจะต้องมีกรรมการอิสระ ซึ่งจะต้องเป็นบุคคลที่ไม่มี ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้จัดจำหน่าย เพื่อที่จะสามารถตรวจสอบ การดำเนินการของกองทุนได้อย่างเป็นอิสระ

### (3) ที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Adviser)

ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นว่า ที่ปรึกษาการลงทุนมักจะเป็นผู้จัดตั้งกองทุน (fund's initial sponsor) และเป็นผู้ถือหุ้นคนแรกโดยลงเงินทุนก้อนแรกเพื่อตั้งต้นกิจการ (seed money) โดย ในการลงทุน ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่จัดสรรและเลือกลงทุนตามวัตถุประสงค์และนโยบายการ ลงทุนที่ได้ระบุไว้ในแบบแสดงรายการข้อมูลที่ได้ยื่นไว้กับ SEC

การจัดการกองทุนของที่ปรึกษาการลงทุนจะอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของคณะ กรรมการ โดยคณะกรรมการจะควบคุมที่ปรึกษาการลงทุนให้ปฏิบัติตามสัญญาให้คำปรึกษา (advisory contract) และหนังสือชี้ชวนของกองทุนที่ได้เปิดเผยต่อผู้ลงทุน โดยดำเนินการอย่างต่อเนื่อง (on going basis)

### (4) ผู้บริหารจัดการ (Administrator)

ผู้บริหารจัดการเป็นผู้ดำเนินการบริการบริหารทั่วไปแก่กองทุน โดยปกติ ผู้บริหารจัดการ คือที่ปรึกษาการลงทุนนั่นเองหรืออาจเป็นบุคคลอื่น (unaffiliated third party) ก็ได้ การบริการรวมถึงการตรวจสอบการดำเนินการของบุคคลฝ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริการให้แก่ กองทุน ทั้งนี้ เพื่อเป็นหลักประกันว่าการดำเนินการของกองทุนเป็นไปโดยชอบและตามข้อกำหนด ของกฎหมาย หน้าที่โดยทั่วไปคือ การจัดหาสถานที่ตั้งสำนักงาน อุปกรณ์ บุคลากร จัดระบบบัญชี ดำเนินการให้มีกระบวนการตรวจสอบภายใน ดำเนินการด้านภาษี การยื่นรายงานต่าง ๆ ต่อ SEC

### (5) ผู้จัดจำหน่ายหลัก (Principal Underwriter)

กองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่ มักจะมีการออกหน่วยลงทุน ใหม่ เสนอขายต่อประชาชนอย่างต่อเนื่อง ณ ราคาที่ขึ้นอยู่กับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนบวก ด้วยค่าธรรมเนียมการขาย โดยผู้จัดตั้งกองทุนอาจใช้ทางเลือกต่อไปนี้ในการจำหน่ายหน่วยลงทุน

- จำหน่ายโดยตรงไปยังผู้ลงทุน
- จำหน่ายโดยอ้อมผ่านผู้จัดจำหน่ายหลัก (Principal Underwriter) แต่ผู้จัด จำหน่ายอาศัยการดำเนินการของผู้อื่น คือผู้จำหน่าย (distributor) ซึ่งอาจเป็นกลุ่มของนายหน้า บริษัท วางแผนทางการเงิน บริษัทประกัน หรือตัวแทนขายของธนาคาร (bank employing sales agents)

ผู้ลงทุนจะซื้อและไถ่ถอนหน่วยลงทุนผ่านทั้งช่องทางตรงและทางอ้อมผ่านผู้จำหน่ายของกองทุน (fund's distributor) ซึ่งเป็นผู้ที่จดทะเบียนตาม Securities Exchange Act of 1934 เป็นนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ broker-dealer ทำให้ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์อันเข้มงวดเกี่ยวกับการเสนอขายและการขายหลักทรัพย์ต่อผู้ลงทุน

สัญญาระหว่างผู้จัดจำหน่ายหลักกับกองทุนที่จะซื้อหน่วยลงทุนและขายหน่วยลงทุนไปยังประชาชน จะต้องได้รับความเห็นชอบจากเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการอิสระและเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการทั้งหมดด้วย

#### (6) ผู้รับฝากทรัพย์สิน (Custodian)

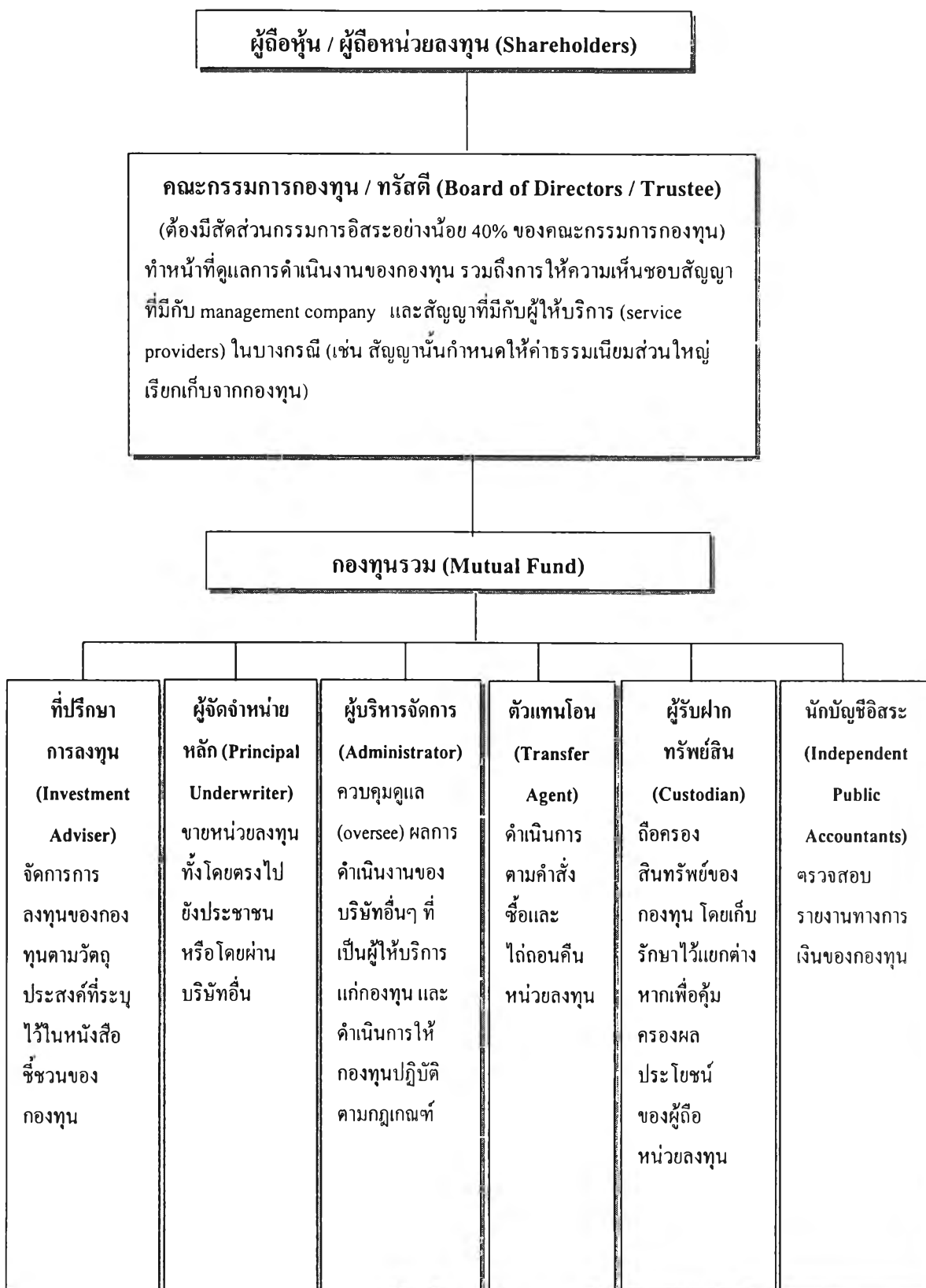
กฎหมายกำหนดให้กองทุนรวมต้องมีการปกป้องทรัพย์สินในครอบครอง (portfolio) โดยฝากไว้กับผู้รับฝากทรัพย์สิน โดยเกือบทุกกองทุนรวมจะใช้ธนาคารเป็นผู้รับฝากทรัพย์สิน ทั้งนี้ เพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนด (regulatory requirement) ต่าง ๆ ที่มีเพื่อปกป้องทรัพย์สินของกองทุน โดย SEC กำหนดให้ธนาคารที่ทำหน้าที่เป็นผู้รับฝากทรัพย์สินต้องแยก (segregate) ทรัพย์สินในครอบครองของกองทุนรวม ออกจากทรัพย์สินของธนาคาร

#### (7) ตัวแทนโอน (Transfer Agent)

กองทุนรวมและผู้ถือหน่วยลงทุนต้องอาศัยการให้บริการของบุคคลที่สามที่เรียกว่าตัวแทนโอนในการเก็บรักษาคำบัญชีผู้ถือหน่วยลงทุน คำนวณและแจกจ่ายปันผล และกำไรจากการขายทรัพย์สิน (capital gains) และจัดเตรียมและส่งรายงานบัญชีผู้ถือหน่วยลงทุน (shareholder account statements) ข้อมูลเกี่ยวกับภาษีเงินได้ของรัฐ (federal income tax) และหนังสือแจ้งผู้ถือหน่วยลงทุนในเรื่องอื่น ๆ ตัวแทนโอนบางบริษัทก็จัดเตรียมและส่งรายงานการยืนยันธุรกรรมผู้ถือหน่วยลงทุน (statements confirming shareholder transactions) และขอค้ำบัญชีสุทธิ และจัดให้มีหน่วยงานบริการลูกค้าเพื่อตอบคำถามแก่ผู้ถือหน่วยลงทุน

โดยสรุปแล้ว โครงสร้างทางธุรกิจของบริษัทเพื่อการลงทุนโดยทั่วไป สามารถอธิบายเป็นแผนภาพได้ดังนี้<sup>65</sup>

<sup>65</sup> คัดแปลงจาก Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book. [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005, November 28] p. 117.



### 3.3.2.3 หลักเกณฑ์ในการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้อง

ตาม Investment Company Act of 1940 และ กฎเกณฑ์ ที่ออก โดย SEC\* ได้กำหนดให้มีการตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องผ่านการทำหน้าที่ของ คณะกรรมการ (board of directors / board of trustees) ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบระมัดระวังผลประโยชน์ของผู้ลงทุนเพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน

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

- (1) องค์ประกอบของคณะกรรมการและประเภทของกรรมการ
  - (2) ประเภทของคณะกรรมการและคณะอนุกรรมการ
  - (3) หน้าที่ของกรรมการ
  - (4) ค่าตอบแทนกรรมการ
- (1) องค์ประกอบของคณะกรรมการและประเภทของกรรมการ

ผู้ถือหุ้นเป็นผู้เลือกตั้งกรรมการ โดยองค์ประกอบของคณะกรรมการมีสองส่วน คือ กรรมการที่มีส่วนได้เสีย (interested directors) และกรรมการอิสระ (independent directors) โดย กรรมการที่มีส่วนได้เสียมักจะเป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุน ส่วนกรรมการอิสระจะต้องไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับที่ปรึกษาการลงทุนของกองทุนหรือผู้จัดจำหน่าย (underwriter) เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ตรวจสอบการจัดการบริษัทได้อย่างเป็นอิสระ

ตาม Investment Company Act of 1940 กำหนดให้อย่างน้อย 40% ของคณะกรรมการจะต้องมีกรรมการซึ่งไม่เป็นผู้เกี่ยวข้อง (affiliated) กับกองทุน ที่ปรึกษาการลงทุน และผู้จัดจำหน่ายหลัก (principal underwriter) แต่ในกรณีที่ผู้จัดจำหน่ายหลักเป็นผู้เกี่ยวข้องกับการปรึกษาการลงทุน กรรมการเสียงข้างมากของบริษัทจะต้องเป็นกรรมการอิสระ

---

\* นอกจากตาม Investment Company Act of 1940 และกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SEC แล้ว the Investment Company Institute's Board of Governors ได้ออก Best practices for Fund Directors เพื่อวางแนวทางปฏิบัติที่ดีในเรื่องนี้อีกด้วย

คุณสมบัติของกรรมการอิสระคือ จะต้องไม่เป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุน หรือเป็นญาติสนิทกับบุคคลที่เป็นลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุน ไม่เป็นลูกจ้างหรือผู้ถือหุ้นตั้งแต่ 5% ขึ้นไปของผู้ประกอบธุรกิจนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ หรือ ไม่มีความเกี่ยวข้องข้องกับที่ปรึกษา กฎหมายของกองทุน โดยส่วนใหญ่ กรรมการอิสระมักจะเป็นบุคคลที่มีชื่อเสียง มีประสบการณ์ทาง ธุรกิจ การเมือง วิชาการ ที่กว้างขวาง และมักจะมีหน้าที่การงานและประสบการณ์ที่โดดเด่น ซึ่งการ ที่มีคุณสมบัติเช่นนี้จะทำให้มีความเหมาะสมกับตำแหน่ง เพราะบุคคลเหล่านี้จะต้องปฏิบัติหน้าที่ใน การตัดสินใจทางธุรกิจที่เป็นอิสระแทนกองทุนและผู้ถือหุ้นด้วยความซื่อสัตย์สุจริตและอดุสาหะ (integrity and diligence)

กรรมการอิสระมีบทบาทที่สำคัญมากในบริษัทเพื่อการลงทุน ซึ่ง SEC ได้เพิ่ม หน้าที่ความรับผิดชอบแก่กรรมการอิสระในการตรวจสอบระมัดระวังผลประโยชน์ของผู้ลงทุนมา โดยลำดับ ทำให้เห็นได้ว่า หน่วยงานกำกับดูแลของประเทศสหรัฐอเมริกาตระหนักถึงความสำคัญ ของการจัดการกำกับดูแลด้วยวิธีทางนี้<sup>66</sup>

## (2) ประเภทของคณะกรรมการและคณะอนุกรรมการ

ที่ปรึกษาการลงทุนส่วนใหญ่จะมีกองทุนที่อยู่ภายใต้การจัดการหลายกองทุน ซึ่ง แต่ละกองทุนจะมีนโยบายการลงทุนและกลยุทธ์การลงทุนของตนเอง ซึ่งเรียกว่า “fund complexes” หรือ “fund families” ซึ่งพวกกองทุนเหล่านี้มักจะใช้โครงสร้างแบบคณะกรรมการร่วมกัน (pooled board structure หรือ clustered board structure) คือ มีกลุ่มบุคคลกลุ่มเดียวทำหน้าที่ดูแลกองทุนทุก กองทุนที่อยู่ใน fund family เดียวกัน ซึ่งเหตุผลประการหนึ่งที่มีการจ้างคณะกรรมการแบบร่วมกัน นี้คือ เพื่อป้องกันความซ้ำซ้อนของนำเสนอและถกเถียงประเด็นที่มีลักษณะร่วมกันของกองทุนใน กลุ่มเดียวกัน เช่นเรื่องเกี่ยวกับการให้บริการผู้ถือหุ้น การตรวจสอบภายใน เป็นต้น

จากการที่การบริหารธุรกิจกองทุนมีปริมาณและความซับซ้อนมาก คณะกรรมการบริษัทจึงมักจะแต่งตั้งคณะอนุกรรมการ (committees) ขึ้นเพื่อจัดการเรื่องเฉพาะต่าง ๆ ซึ่งคณะอนุกรรมการก็จะมีการประชุมย่อยแยกต่างหากจากการประชุมคณะกรรมการ โดยในคณะ อนุกรรมการจำเป็นที่จะต้องมียอดประกอบของกรรมการอิสระอยู่ด้วย และในบางคณะอนุกรรมการ จะประกอบไปด้วยกรรมการอิสระเท่านั้น

ในทางปฏิบัติปกติของธุรกิจนี้ แม้ว่าจะไม่มีกฎหมายกำหนดไว้ คณะกรรมการ จะตั้งคณะอนุกรรมการตรวจสอบ (audit committee) เพื่อดูแลรายงานทางการเงิน (financial reporting) และการตรวจสอบภายในของกองทุน และมักจะตั้งคณะอนุกรรมการบรรษัทภิบาล

<sup>66</sup> Investment Company Institute, Understanding the Role of Mutual Fund Directors, [Online]. 2005. Available from: [http://www.ici.org/funds/inv/bro\\_mf\\_directors.pdf](http://www.ici.org/funds/inv/bro_mf_directors.pdf) [2005, December 28] pp. 5-7.

(corporate governance committee) ซึ่งมีกรรมการอิสระเป็นองค์ประกอบหลัก ส่วนคณะกรรมการด้านอื่น ๆ ที่มีการตั้งก็เช่น ด้านนายหน้า (brokerage) ด้านการลงทุน (investment) ด้านผลตอบแทน (compensation) เป็นต้น

กฎหมายกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนมีการประชุมกันอย่างสม่ำเสมอ (on a regular basis) ซึ่งจะทำให้คณะกรรมการได้รับทราบเกี่ยวกับกิจการของกองทุน ได้สอบถาม และลงคะแนนเสียงกันในประเด็นสำคัญของกองทุนและผู้ถือหุ้นของกองทุน ซึ่งคณะกรรมการส่วนใหญ่จะจัดประชุมกันอย่างน้อยเป็นรายไตรมาสหรือถี่กว่านั้น นอกจากนี้คณะกรรมการอิสระอาจมีการจัดประชุมกันเป็นการเฉพาะเพื่อหารือและจัดการเรื่องที่อยู่ในความรับผิดชอบเฉพาะของตนเองก็ได้<sup>67</sup>

### (3) หน้าที่ของกรรมการ

จากการที่กรรมการของบริษัทเพื่อการลงทุนมีหน้าที่ระมัดระวังดูแลเงินของผู้ถือหุ้น กฎหมายจึงกำหนดมาตรฐานการปฏิบัติเป็นอย่างสูงแก่กรรมการบริษัทในการดำเนินการที่อยู่ภายใต้ความรับผิดชอบ คือจะต้องปฏิบัติงานโดยใช้ความรู้ ความสามารถ ความชำนาญ ให้ได้ระดับเดียวกับวิญญูชนที่มีความระมัดระวังรอบคอบ (reasonable prudent person) จะกระทำในภาวะเช่นนั้น และหน้าที่ความซื่อสัตย์สุจริต (fiduciary duty) ทำให้กรรมการได้รับการคาดหวังว่าจะต้องได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจทางธุรกิจ (business judgment)<sup>68</sup> ซึ่งหน้าที่ที่สำคัญของคณะกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนมีดังต่อไปนี้<sup>69</sup>

#### (ก) การจัดการพอร์ตการลงทุน (Portfolio management)

หน้าที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งของกรรมการ คือ การตรวจสอบดูแลว่าพอร์ตการลงทุนของกองทุนได้รับการจัดการอย่างไร โดยความรับผิดชอบของกรรมการมีใน 5 เรื่องดังต่อไปนี้

##### 1. การประเมินผลการดำเนินการ (Performance evaluation)

หน้าที่ในส่วนนี้มีได้หมายความว่า กรรมการจะวิจารณ์การตัดสินใจของผู้จัดการลงทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์เฉพาะรายการที่ได้ทำไปแล้ว (second-guess) แต่เป็นการพิจารณาผลการดำเนินการของกองทุนในภาพรวม วัตถุประสงค์ในการลงทุน กลยุทธ์ และความเสี่ยง

##### 2. การอนุมัติสัญญา (Contract approval)

<sup>67</sup> Ibid., pp. 7-8.

<sup>68</sup> Ibid., p. 11.

<sup>69</sup> Ibid., pp. 14-21.

เนื่องจากตาม Investment Company Act of 1940 ความสัมพันธ์ระหว่างกองทุนกับที่ปรึกษาการลงทุนจะเป็นไปตามสัญญา คณะกรรมการจึงมีอำนาจในการอนุมัติหรือต่ออายุสัญญาแบบรายปี และเลิกสัญญาดังกล่าว

### 3. การอนุมัติค่าธรรมเนียม (Fee approval)

ค่าธรรมเนียมจัดเป็นข้อพิจารณาหลักในการอนุมัติหรือต่อสัญญาจ้างที่ปรึกษาการลงทุน ในการปฏิบัติหน้าที่ในส่วนนี้ กรรมการจะต้องพิจารณาองค์ประกอบต่าง ๆ คือ รายการให้บริการ คุณภาพของการให้บริการ ค่าใช้จ่ายของที่ปรึกษาการลงทุน โดยเปรียบเทียบกับกองทุนอื่น ๆ ด้วย

### 4. การกำหนดราคาหน่วยลงทุน (Pricing the Fund's Shares)

กฎหมายกำหนดให้กองทุนรวมต้องคำนวณมูลค่าหน่วยลงทุนอย่างน้อยในแต่ละวันทำการ ซึ่งกรรมการมีหน้าที่ดูแลการดำเนินการนี้ด้วย

### 5. การตรวจสอบการกำกับดูแลการปฏิบัติงาน (Oversight compliance)

ในทางปฏิบัติ ที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้บริหารจัดการ (administrator) มักจะมีเจ้าหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติงาน (compliance officer) ที่ทำหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติงานประจำวันตามที่กฎเกณฑ์กำกับดูแลกองทุนรวมกำหนดให้ต้องกระทำอยู่แล้ว และกรรมการก็มักจะเชื่อถือเจ้าหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติงานในการช่วยทำหน้าที่ในบทบาทของการตรวจสอบในเรื่องนี้ อย่างไรก็ตาม กรรมการก็ยังมีหน้าที่ในการตรวจสอบเฉพาะ เช่นในเรื่องการปฏิบัติตามนโยบายและข้อจำกัดการลงทุน (investment policies and restrictions) การลงทุนส่วนตัวของพนักงานกองทุน (personal investing by fund employees) จะต้องไม่เป็นการใช้ตำแหน่งแสวงหาประโยชน์ เป็นต้น

### (จ) การจัดจำหน่ายหน่วยลงทุน (Share distribution)

การจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนของกองทุนมีความสำคัญ Investment Company Act of 1940 จึงได้กำหนดหน้าที่ให้กรรมการอิสระเกี่ยวกับการอนุมัติสัญญาจัดจำหน่าย (underwriting contract) และจากการที่บางกองทุนรวมจ่ายค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่าย เช่น ค่าโฆษณา การตลาด เป็นต้น ซึ่งจะต้องปฏิบัติตาม SEC Rule 12b-1 โดยกรรมการจะมีหน้าที่หลายประการเกี่ยวกับการจ่ายเงินเหล่านี้

### (ค) ธุรกิจที่เกี่ยวข้อง (Affiliated transactions)

แนวคิดในการห้ามหรือจำกัดการทำธุรกรรมของบุคคลที่เกี่ยวข้องกันคือที่ปรึกษาการลงทุนและบุคคลหรือธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กับที่ปรึกษาการลงทุน เป็นวิธีการที่เป็นหัวใจสำคัญประการหนึ่งของกำกับดูแลบริษัทเพื่อการลงทุนที่ Investment Company Act of 1940 จัดให้มีเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุน

ธุรกรรมระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องบางประเภทต้องห้ามมิให้กระทำและบางประเภทจะกระทำได้ตามที่กฎของ SEC กำหนดไว้เท่านั้น โดยกรรมการจะต้องเป็นผู้อนุมัติและทบทวนกระบวนการที่จะทำให้เชื่อมั่นในการตรวจสอบดูแล เช่น ธุรกรรมที่กองทุนไปซื้อหลักทรัพย์จากผู้จัดจำหน่ายที่เป็นผู้เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ระหว่างกองทุนที่อยู่ภายใต้การจัดการของที่ปรึกษาการลงทุนเดียวกัน เป็นต้น

กรณีของกรรมการบริษัททั่วไปจะมีความรับผิดชอบในลักษณะเดียวกัน แต่กรณีที่เป็นกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนจะมีความรับผิดชอบเฉพาะเพิ่มขึ้น ซึ่งกำหนดโดย SEC ตามตารางดังต่อไปนี้<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Ibid., pp. 12-13.



หน้าที่	กรรมการบริษัท ทั่วไป	กรรมการบริษัท เพื่อการลงทุน
อนุญาตให้ออกหลักทรัพย์	✓	✓
ประกาศจ่ายเงินปันผล	✓	✓
เลือกตั้งเจ้าหน้าที่ (Elect officer)	✓	✓
การทำหน้าที่ในคณะกรรมการ: คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit committee)	✓	✓
คณะกรรมการแต่งตั้ง (Nominating committee)	✓	✓
เรียกประชุมผู้ถือหุ้น	✓	✓
รับและแก้ไขข้อบังคับของบริษัท	✓	✓
เลือกผู้สอบบัญชีอิสระ	✓	✓
ให้ความเห็นชอบการควบรวมกิจการหรือธุรกรรมอื่น ๆ	✓	✓
ทบทวนแบบแสดงรายการข้อมูลและหนังสือชี้ชวน	✓	✓
ทบทวนรายงานการมอบคืน	✓	✓
ทบทวนรายงานทางการเงิน	✓	✓
จัดการในกรณีเกิดเหตุการณ์ไม่ปกติ กรณี: การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ	✓	✓
ปัญหาการกำกับดูแล (Regulatory problems)	✓	✓
ให้ความเห็นชอบสัญญาจ้างที่ปรึกษาการลงทุน	✓	✓
ให้ความเห็นชอบสัญญาการจัดจำหน่าย		✓
ให้ความเห็นชอบสัญญาบริการกับ ตัวแทน โอน (transfer agent) ผู้รับฝากทรัพย์สิน (custodian)		✓
จัดการข้อพิพาทหรือสิทธิเรียกร้องที่เกิดขึ้นตามสัญญาของบริษัท กับผู้ให้บริการ (service providers)		✓
ให้ความเห็นชอบข้อตกลงกับผู้รับฝากทรัพย์สินต่างประเทศ (foreign custodian arrangements)		✓

หน้าที่	กรรมการบริษัท ทั่วไป	กรรมการบริษัท เพื่อการลงทุน
ให้ความเห็นชอบเวลาในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิ		✓
ให้ความเห็นชอบกระบวนการคำนวณมูลค่าหลักทรัพย์		✓
ให้ความเห็นชอบกระบวนการและวิธีปฏิบัติการ: ธุรกรรมหลักกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง (affiliates) การจัดจำหน่าย (underwriting) ธุรกรรมกับนายหน้าที่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้อง (affiliated broker) สัญญาซื้อคืน (repurchase agreements) สัญญาให้ยืมหลักทรัพย์ (securities lending)		✓ ✓ ✓ ✓ ✓ ✓
ให้ความเห็นชอบนโยบายและวัตถุประสงค์ในการลงทุน		✓
ให้ความเห็นชอบมาตรฐานจรรยาบรรณ (code of ethics)		✓
เฝ้าสังเกตการลงทุนในอนุพันธ์ (derivatives)		✓
เฝ้าสังเกตสภาพคล่องของพอร์ต		✓
กำหนดนโยบายการลงทุนลดความเสี่ยงโดยการมอบฉันทะเกี่ยวกับ พอร์ตหลักทรัพย์		✓
ตรวจสอบดูแลการลงทุนส่วนตัวของผู้จัดการลงทุน		✓
ให้ความเห็นชอบ 12b-1 plan		✓
ให้ความเห็นชอบ multiple-class arrangements		✓
สำหรับกองทุนตลาดเงิน: เฝ้าสังเกตคุณภาพเครดิตและมูลค่าของ พอร์ตเกี่ยวกับการใช้ amortized cost		✓
สำหรับกองทุนปิด: ให้ความเห็นชอบการกู้ยืมเงิน ให้ความเห็นชอบการซื้อคืนหุ้น (repurchases of shares)		✓ ✓
ให้ความเห็นชอบการเปลี่ยนแปลงไปเป็นกองทุนเปิด		✓

#### (4) ค่าตอบแทนกรรมการ

กองทุนจะจ่ายค่าตอบแทนการปฏิบัติงานให้แก่กรรมการ โดยกรรมการจะเป็นผู้กำหนดค่าตอบแทนของตน โดยมีความแตกต่างจากบริษัททั่วไปที่กรรมการของบริษัทเพื่อการลงทุนจะไม่มีสิทธิได้รับ options หรือสิทธิในทำนองเดียวกันนั้น

#### 3.3.2.4 การจดทะเบียนบริษัทเพื่อการลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ลงทุน

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

ผู้ออกหลักทรัพย์ที่เข้าตามนิยามบริษัทเพื่อการลงทุน “investment company” และไม่เข้าข้อยกเว้นใด ๆ ก็จะต้องมาจดทะเบียนกับ SEC ตาม Investment Company Act of 1940 และยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ตาม Securities Act of 1933 โดยข้อมูลที่ยื่นจะแตกต่างจากบริษัททั่วไปคือ บริษัททั่วไปจะยื่นข้อมูลตาม Schedule A ของ Securities Act of 1933 แต่บริษัทเพื่อการลงทุนจะยื่นข้อมูลตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 24 (a) และมาตรา 30<sup>71</sup> แห่ง Investment Company Act of 1940 และมาตรา 24(b) กำหนดให้กรณีที่กองทุนรวมได้ใช้เอกสารประกอบการขายใด ๆ เพิ่มเติมจากข้อมูลที่มีอยู่ในหนังสือชี้ชวนก็ต้องยื่นต่อ SEC ด้วย นอกจากนี้ เนื่องจากกองทุนรวมจะมีการเสนอขายอย่างต่อเนื่อง มาตรา 24(e) กำหนดให้วันมีผลใช้บังคับของแบบแสดงรายการข้อมูลของกองทุนรวมที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมนั้นถือเป็นวันเดียวกับวันที่แบบแสดงรายการข้อมูลที่ใช้เมื่อเริ่มมีการเสนอขายต่อประชาชนมีผลใช้บังคับ<sup>72</sup>

ขั้นตอนการจดทะเบียนที่กล่าวมาข้างต้นมีดังนี้

- (1) ยื่นคำขอจดทะเบียนตาม Form N-8A ต่อ SEC ตาม Investment Company Act of 1940 ซึ่งจะมีรายละเอียดที่สำคัญเกี่ยวกับ
  - ชื่อ ที่อยู่ของผู้จดทะเบียน
  - ตัวแทนผู้ดำเนินการ (service providers)

<sup>71</sup> มาตรา 24 (a) แห่ง Investment Company Act of 1940

<sup>72</sup> David L. Ratner, Securities Regulation, pp. 236-238.

- มลรัฐที่ผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนมีภูมิลำเนาอยู่
- โครงสร้างองค์กร
- ประเภทของ Investment Company โดยระบุว่าจดทะเบียนเป็นรูปแบบของ Face-amount Certificate Company, Unit Investment Trust หรือ Management Company
- เป็นกองทุนเปิด (open-end company) หรือกองทุนปิด (close-end company) และเป็นกองทุนประเภทกระจายการลงทุน (diversified company) หรือประเภทไม่กระจายการลงทุน (non-diversified company)
- มูลค่าทรัพย์สินที่จดทะเบียน
- ที่ปรึกษาการลงทุน กรรมการ พนักงาน เป็นต้น

(2) ขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และหนังสือชี้ชวน ต่อ SEC มลรัฐที่เสนอขาย ตาม Securities Act of 1933 โดยกองทุนเปิดใช้ Form N1-A และกองทุนปิดใช้ Form N-2 <sup>73</sup>

### 3.3.3 การกำกับดูแลและการให้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง

#### 3.3.3.1 การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เกี่ยวกับการจัดจำหน่ายและขายหน่วยลงทุน

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่า การจัดจำหน่ายและขายหุ้นหรือหน่วยลงทุนของบริษัทเพื่อการลงทุน อาจทำได้สองทางคือจำหน่ายโดยตรงไปยังผู้ลงทุน หรือจำหน่ายโดยอ้อมผ่านผู้จัดจำหน่ายหลัก (principal underwriter) โดยผู้จัดจำหน่ายอาศัยการดำเนินการของผู้อื่น คือผู้จำหน่าย (distributor) ซึ่งอาจเป็นกลุ่มของนายหน้า บริษัทวางแผนทางการเงิน บริษัทประกัน หรือตัวแทนขายของธนาคาร (bank employing sales agents)

ในส่วนของผู้จัดจำหน่าย ตาม Securities Act of 1933 <sup>\*</sup> ไม่มีบทบัญญัติกำหนดผู้ที่ทำหน้าที่จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ต้องมาจดทะเบียนหรือขอใบอนุญาต แต่กำหนดให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ผู้ออกหลักทรัพย์ หรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายหลักทรัพย์ต้องยื่นขอจดทะเบียนการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (registration statement)<sup>75</sup> สำหรับในส่วนของผู้จำหน่ายที่เป็น

<sup>73</sup> Amy L. Goodman, *the investment company regulation*. (Aspen Law & Business, 1998), pp. 3-4.

<sup>\*</sup> Securities Act of 1933 มาตรา 2(11) นิยาม “การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์” ว่า หมายถึง บุคคลซึ่ง (1) ซื้อหลักทรัพย์จากผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่เกี่ยวข้องโดยมีเจตนาที่จะนำไปกระจายต่อ (with a view to the distribution) (2) เสนอขายหรือขายเพื่อผู้ออกหลักทรัพย์หรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับการกระจายหลักทรัพย์หรือออกเสนอขายหลักทรัพย์ของผู้ออกหลักทรัพย์ หรือ (3) มีส่วนร่วมในการกระทำข้างต้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อม

<sup>75</sup> Securities Act of 1933 มาตรา 4(1) และมาตรา 5

ผู้ประกอบธุรกิจนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ (broker-dealers) ที่ขายหุ้นของกองทุนรวมต่อประชาชน รวมถึงบุคลากรที่เป็นผู้ติดต่อกับผู้ลงทุน (registered representatives) ต้องอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ของ Securities Exchange Act of 1934<sup>76</sup> ซึ่งกำหนดให้ผู้ที่จะประกอบธุรกิจการเป็นนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ หรือบุคคลใดอื่นใดที่มีได้เกี่ยวข้องกับนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะกระทำการติดต่อสื่อสารไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ เพื่อให้เกิดการทำธุรกรรมหรือเพื่อชักชวนหรือมีเจตนาที่จะชักชวนให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ใด ๆ ไม่ได้\* เว้นแต่นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะได้จดทะเบียนตาม มาตรา 15(b) ต่อ SEC แล้ว<sup>77</sup>

การจดทะเบียนเป็นนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ต่อ SEC จะต้องระบุรายละเอียดตาม Form BD เช่น ชื่อที่จะใช้ในการประกอบธุรกิจและรูปแบบของการจัดตั้ง รายนามและที่อยู่ของพนักงาน ผู้บริหาร และรายการที่สำคัญเกี่ยวกับประวัติการกระทำความผิดอันเป็นคุณสมบัติและลักษณะต้องห้ามของผู้ที่มายื่นขอจดทะเบียน<sup>78</sup>

### 3.3.3.2 การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เกี่ยวกับการจัดการลงทุน

ในการจัดการกิจการของบริษัทเพื่อการลงทุนนั้นมีความแตกต่างจากบริษัททั่วไป คือบริษัททั่วไปจะจัดการโดยพนักงานของบริษัทเอง ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการบริษัท ในขณะที่บริษัทเพื่อการลงทุนโดยปกติจะจัดการโดยบุคคลต่างหาก โดยทำสัญญาจ้างบุคคลภายนอก ซึ่งก็คือ ที่ปรึกษาการลงทุน (investment adviser) ทำหน้าที่จัดการและให้บริการคำปรึกษาแก่บริษัทเพื่อการลงทุน โดยได้รับค่าธรรมเนียม โดยข้อเท็จจริงทางปฏิบัติแล้วกระบวนการคือ ที่ปรึกษาการลงทุน (อาจเป็นห้างหุ้นส่วนหรือบริษัทเอกชนหรือบริษัทมหาชน) จะจัดตั้งกองทุนรวมขึ้นมาเป็น “Corporate shells” เพื่อเป็นเครื่องมือในการรวมเงินลงทุนของผู้ลงทุนรายย่อย<sup>79</sup>

การกำกับดูแลเกี่ยวกับการจัดการบริษัทเพื่อการลงทุน มีกำหนดไว้ในกฎหมายหลายฉบับ ในส่วนการทำหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อบริษัทเพื่อการลงทุน จะกำหนดใน Investment Company Act of 1940 ในส่วนการกำกับดูแลโดยกำหนดให้บุคคลหรือบริษัทที่มีลักษณะตามนิยาม “investment adviser” ต้องมาจดทะเบียนกับ SEC และกำกับดูแลในเรื่องอื่น ๆ ที่

<sup>76</sup> Investment Company Institute, 2005 Investment Company Fact Book. [Online]. 2005. Available from: <http://www.ici.org>. [2005. November 28] p. 116.

\* แต่ไม่รวมถึง exempted securities , commercial paper, banker’s acceptances, หรือ commercial bills

<sup>77</sup> Securities Exchange Act of 1934 มาตรา 15(a)(1)

<sup>78</sup> Louis Loss and Joel Seligman, Securities Regulation, volume VI chapter 8, p. 2980.

<sup>79</sup> David L. Ratner, Securities Regulation, p. 226.

เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาการลงทุน จะกำหนดใน Investment Advisers Act of 1940 และ Securities Exchange Act of 1934

(1) การกำกับดูแลการทำหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อบริษัทเพื่อการลงทุน

ข้อกำหนดที่กำกับดูแลการจัดการบริษัทเพื่อการลงทุนเกี่ยวกับสัญญาจ้างที่ปรึกษาการลงทุนบัญญัติใน Investment Company Act of 1940 โดยมีสาระสำคัญดังนี้

(ก) ห้ามมิให้ผู้ใดกระทำการในลักษณะที่เป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อบริษัทเพื่อการลงทุน เว้นแต่เป็นไปตามที่ได้ทำสัญญาเป็นเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างกัน<sup>80</sup>

(ข) เงื่อนไขและข้อสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุน จะต้องมิลักษณะ 4 ประการ คือ

1. สัญญาจะต้องชัดเจน (precisely) โดยจะต้องระบุถึงค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้น

2. สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดว่า สัญญานี้จะมีผลต่อไปนานกว่า 2 ปี ได้เฉพาะกรณีที่เกิดกรรมการหรือผู้ถือหุ้นลงทุนอนุมัติให้ต่อ

3. สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทหรือผู้ถือหุ้นลงทุนเสี่ยงข้างมากมีอำนาจบอกเลิกสัญญานี้ได้ ไม่ว่าเวลาใด ๆ ก็ตาม โดยมีต้องชดใช้ค่าเสียหายจากการเลิกสัญญา หากได้แจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้า 60 วัน

4. สัญญาจะต้องมีข้อกำหนดให้สัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุนสิ้นสุดลงเมื่อมีการโอนหน้าที่ตามสัญญา (assignment)<sup>81</sup>

(ค) กำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่ในทางสุจริต (fiduciary duty) ในการให้คำปรึกษาและจะต้องชดใช้ค่าเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยที่ปรึกษาการลงทุนเองหรือโดยผู้ที่เกี่ยวข้องกับตน หากมีการละเมิดหน้าที่หรือปฏิบัติโดยทุจริตแล้ว ผู้ถือหุ้น ลงทุนหรือ SEC ก็สามารถดำเนินการตามกฎหมายได้<sup>82</sup>

(ง) การเปลี่ยนแปลงใด ๆ ในสาระของสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุน จะต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นลงทุน

<sup>80</sup> ตามมาตรา 15(a) แห่ง Investment Company Act of 1940

<sup>81</sup> ตามมาตรา 15(a) แห่ง Investment Company Act of 1940

<sup>82</sup> ตามมาตรา 36(b) แห่ง Investment Company Act of 1940

สัญญาที่กระทำไปโดยฝ่าฝืนบทบัญญัติกฎหมายนี้จะใช้บังคับแก่คู่สัญญาใด ๆ หรือบุคคลที่มีใช้คู่สัญญาซึ่งได้สิทธิจากสัญญาโดยรู้ข้อเท็จจริงแห่งการฝ่าฝืนบทบัญญัติกฎหมายนี้ มิได้ เว้นแต่ศาลเห็นว่า ตามสถานการณ์นั้นหากได้มีการบังคับตามสัญญาแล้ว จะก่อให้เกิดผลที่ยุติธรรมมากกว่าการไม่บังคับตามสัญญา และจะไม่ใช่เป็นการขัดต่อวัตถุประสงค์ของบทบัญญัติกฎหมายนี้<sup>83</sup>

ทั้งนี้ ผู้ที่จะดำเนินการให้คำปรึกษาการลงทุนต่อบริษัทเพื่อการลงทุนจะต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC เว้นแต่จะได้รับการยกเว้น

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

โดยทั่วไปแล้ว เฉพาะแต่ที่ปรึกษาการลงทุนรายใหญ่ที่มีสินทรัพย์อยู่ภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ หรือที่ให้คำแนะนำแก่ลูกค้าที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุนจะได้รับอนุญาตให้จดทะเบียนกับ SEC ส่วนที่ปรึกษาการลงทุนรายเล็กกว่านั้นก็จะจดทะเบียนภายใต้กฎหมายของรัฐ (state law) กับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของรัฐ (state securities authorities)<sup>84</sup>

(2) การกำกับดูแลโดยการจดทะเบียนในเรื่องอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

(ก) ความหมายของที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 202(a)(11) ได้นิยามความหมายของที่ปรึกษาการลงทุนไว้ว่าหมายถึงบุคคล \*ใด ๆ ที่ประกอบธุรกิจด้านการให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่นไม่ว่าโดยตรงหรือโดยผ่านสิ่งพิมพ์หรือข้อเขียน เกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์ หรือความเหมาะสมของการลงทุน การขาย หรือการซื้อหลักทรัพย์ โดยได้รับค่าตอบแทน หรือบุคคลใด ๆ ที่ออกหรือเผยแพร่บทวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์เป็นทางค้าปกติ โดยได้รับค่าตอบแทน

<sup>83</sup> ตามมาตรา 47 แห่ง Investment Company Act of 1940

<sup>84</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, General Information on the Regulation of Investment Advisers [Online]. 2005. Available from: <http://www.sec.gov/divisions/investment/iaregulation/memoia.htm> [2005, August 28].

\* ตามมาตรา 202(a)(16) ของ Investment Advisers Act “person” หมายความว่า บุคคลธรรมดา หรือ company และตามมาตรา 202(a)(16) “Company” หมายความว่า บริษัท (corporation) ห้างหุ้นส่วน (partnership) องค์กร (association) บริษัทร่วมทุน (joint-stock company) ทรัสต์ หรือกลุ่มบุคคลอื่นใดไม่ว่าจะจดทะเบียนเป็นบริษัทหรือไม่ก็ตาม หรือผู้พิทักษ์ทรัพย์ (receiver) ทรัสต์ในการล้มละลาย หรือตัวแทนชำระบัญชี ในการปฏิบัติงานภายใต้อำนาจหน้าที่นั้น ๆ

(ข) ข้อบกพร่องที่ไม้อยู่ภายใต้ความหมายของที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 202(a)(11)(A)-(F) ได้กำหนดให้บุคคลบางประเภทแต่ไม่รวมถึง (A) ธนาคาร (B) นักกฎหมาย นักบัญชี วิศวกร หรืออาจารย์ ซึ่งการให้บริการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของการปฏิบัติหน้าที่ปกติของตน (C) นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ที่ให้บริการดังกล่าวเป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการปกติของตนโดยไม่ได้รับค่าธรรมเนียมพิเศษ\* (D) เจ้าของหนังสือพิมพ์ วารสาร หรือสิ่งพิมพ์ทางธุรกิจหรือการเงิน ซึ่งเผยแพร่อยู่ทั่วไปและเป็นประจำ (general and regular) (E) บุคคลที่ให้คำแนะนำ วิเคราะห์ หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เป็นของรัฐบาล หรือประกันโดยรัฐบาล (F) บุคคลอื่น ๆ ตามที่ SEC ได้ออกเกณฑ์กำหนด\*\* เมื่อพิจารณาเห็นว่าบุคคลดังกล่าวมิใช่ผู้ที่อยู่ในเจตนาของ Investment Advisers Act ที่จะควบคุม

(ค) ข้อบกพร่องจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

ตามมาตรา 203(a) บุคคลใดได้ดำเนินการที่มีลักษณะตามหลักเกณฑ์การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC เว้นแต่บุคคลดังกล่าวได้รับยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203(b) อย่างไรก็ตาม บุคคลที่ได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนอาจจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนกับ SEC ได้

อนึ่ง มาตรา 203A(1) กำหนดห้ามมิให้ SEC รับผิดชอบบุคคลที่เข้าหลักเกณฑ์ตามที่กำหนดเป็นที่ปรึกษาการลงทุนที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานกำกับดูแลของมลรัฐ (state authorities) ที่ตนประกอบกิจการ เว้นแต่กรณีที่ ที่ปรึกษาการลงทุนรายนั้นมีลูกค้าเป็นบริษัทเพื่อการลงทุน (investment companies) หรือที่ปรึกษาการลงทุนที่มีมูลค่าทรัพย์สินภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ ที่ปรึกษาการลงทุนรายนั้นก็จะต้องมาจดทะเบียนกับ SEC

---

\* แม้ว่านายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์จะได้รับการยกเว้นจาก Investment Advisers Act แต่หากได้ให้คำแนะนำที่เป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้อง ก็จะต้องปฏิบัติตามที่ตามหลักการให้คำแนะนำที่เหมาะสมกับผู้ลงทุน (suitability) หลักการทำความรู้จักกับผู้ลงทุน (know your customer) และหลักทำความรู้จักสินค้าที่ลงทุน (know your merchandise) ในการให้คำแนะนำแก่ลูกค้าด้วย (Thomas L Hazen, the Law of Securities Regulation, p.1027.)

\*\* SEC ได้ใช้อำนาจในการออกเกณฑ์กำหนดยกเว้นสำหรับการพิมพ์เผยแพร่ (publications) และการให้คำแนะนำด้วยวาจา (oral recommendations) ของนายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ โดยสามารถกระทำได้แม้ว่าจะไม่เป็นการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับบริการการเป็นนายหน้า และเป็นไปเพื่อค่าธรรมเนียมต่างหาก การยกเว้นนี้เป็นส่วนเสริมจากการยกเว้นให้การให้บริการที่เกี่ยวข้องโดยปราศจากค่าธรรมเนียม (Thomas L Hazen, the Law of Securities Regulation, p.1031.)



สำหรับกรณียกเว้นตามมาตรา 203(b) ได้แก่กรณีหนึ่งกรณีใดดังต่อไปนี้

(ก) ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีลูกค้าทั้งหมดเป็นผู้มีถิ่นที่อยู่ในมลรัฐที่สำนักงานใหญ่และสถานประกอบการของที่ปรึกษาการลงทุนตั้งอยู่ และไม่ได้ให้คำแนะนำหรือออกผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระดับชาติแห่งหนึ่งแห่งใด (any national securities exchange)

(ข) ที่ปรึกษาการลงทุนที่ให้คำแนะนำแก่บริษัทประกันภัยเท่านั้น

(ค) ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีจำนวนลูกค้าน้อยกว่า 15 รายในระยะเวลา 12 เดือนที่ผ่านมา โดยมีได้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทเพื่อการลงทุน หรือ business development company ที่จดทะเบียนตาม Investment Company Act และไม่มี การแสดงตนในอันที่จะประกอบธุรกิจ (hold himself out) ที่ปรึกษาทางการเงินต่อสาธารณะ

(ง) ที่ปรึกษาการลงทุนที่เป็นองค์กรการกุศล (charitable organization) ตามที่นิยามไว้ในมาตรา 3(c)(10)(D) ของ Investment Company Act \* หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องหรือเป็นลูกจ้างขององค์กรการกุศล และให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่อเฉพาะบุคคลบางประเภทเท่านั้น เช่น องค์กรการกุศล กองทุนที่ได้รับยกเว้นออกจากรายการ investment company ตามมาตรา 3(c)(10)(B) เป็นต้น

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

### 3.3.4 บทสรุป

จากนิยามและคำอธิบายข้างต้นจะเห็นได้ว่า ความหมายของกองทุนรวมในประเทศสหรัฐอเมริกา จะพิจารณาจากสาระของการประกอบธุรกิจการลงทุนประเภทนี้ เช่น พิจารณาจากการที่ผู้ออกหลักทรัพย์ประกอบธุรกิจด้านการลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ หรือมีการซื้อขายหลักทรัพย์ประเภท “investment securities” เป็นจำนวนเกินกว่า 40% ของมูลค่าทรัพย์สินรวมของผู้ออกหลักทรัพย์รายนั้น เป็นต้น ซึ่งครอบคลุมการนำทรัพย์สินของผู้อื่นไปลงทุนในวิธีต่างๆ อย่างกว้างขวาง โดยใน ส่วนรูปแบบทางกฎหมายในการจัดตั้ง investment company ก็เป็นไปตามที่กฎหมายพื้นฐานทั่วไปว่าด้วยการจัดตั้งบริษัทหรือทรัสต์

---

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

ในเรื่องหลักเกณฑ์การตรวจสอบและคานอำนาจของแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องนั้น กฎหมายเกี่ยวกับธุรกิจการจัดการลงทุนและกองทุนรวมของประเทศสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญคุ้มครองผู้ลงทุนเป็นอย่างมาก โดยนอกจากการเปิดเผยข้อมูลเต็มรูปแบบ (full disclosure) แล้ว ผู้ถือหุ้นยังได้รับความคุ้มครองด้วยการมีคณะกรรมการ (board of directors / board of trustees) ที่จะเป็นผู้ตรวจสอบประวัติประวัติของผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอีกด้วย

หน้าที่ของกรรมการบริษัทเพื่อการลงทุนนั้นแตกต่างจากบริษัทอื่น ๆ ทั่วไป เนื่องจากจะมีหน้าที่ในการคุ้มครองผู้บริโภค (responsible for protecting consumers) คือผู้ลงทุนของกองทุนด้วย ซึ่งเป็นบทบาทแบบ “watchdog” ที่มีลักษณะเฉพาะ โดย Investment Company Act of 1940 และกฎเกณฑ์ที่ออกโดย SEC ได้กำหนดหน้าที่และความรับผิดชอบของกรรมการบริษัทไว้หลายประการ ซึ่งกล่าวโดยเฉพาะคือ กรรมการของบริษัทมีหน้าที่ในการดูแลการบริหารงานของกองทุนและตรวจสอบในเรื่องที่ผลประโยชน์ของกองทุนและผู้ถือหุ้นแตกต่างจากผลประโยชน์ของที่ปรึกษาการลงทุนหรือฝ่ายจัดการของกองทุน<sup>85</sup> ในการนี้ เพื่อให้การดำเนินการของคณะกรรมการของบริษัทมีความเป็นอิสระและสามารถปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ กฎหมายจึงได้กำหนดเกี่ยวกับโครงสร้างที่มาของคณะกรรมการไว้อีกด้วย

การดำเนินการของที่ปรึกษาการลงทุน มีลักษณะที่เทียบเคียงได้กับการประกอบธุรกิจการจัดการลงทุนของประเทศไทย ตามกฎหมายของสหรัฐอเมริกาได้แบ่งแยกการกำกับดูแลโดยที่ปรึกษาการลงทุนรายใหญ่ที่มีสินทรัพย์อยู่ภายใต้การจัดการมากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ หรือที่ให้คำแนะนำแก่ลูกค้าที่เป็นบริษัทเพื่อการลงทุนจะได้รับอนุญาตให้จดทะเบียนกับ SEC ส่วนที่ปรึกษาการลงทุนรายเล็กกว่านั้นก็จะจดทะเบียนภายใต้กฎหมายของรัฐ (state law) กับหน่วยงานกำกับดูแลหลักทรัพย์ของรัฐ (state securities authorities)<sup>86</sup>

<sup>85</sup> Investment Company Institute, Understanding the Role of Mutual Fund Directors. [Online]. 2005. Available from: [http://www.ici.org/funds/inv/bro\\_mf\\_directors.pdf](http://www.ici.org/funds/inv/bro_mf_directors.pdf) [2005, December 28] pp. 3-4.

<sup>86</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, General Information on the Regulation of Investment Advisers [Online]. 2005. Available from: <http://www.sec.gov/divisions/investment/iaregulation/memoia.htm> [2005, August 28].