

สรุปผลการรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับหลักการในการแก้ไขหลักเกณฑ์การลงทุนทางอ้อม
ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ตามเอกสารรับฟังความคิดเห็นที่ อคจ. 13/2561

ระหว่างวันที่ 27 เมษายน 2561 ถึงวันที่ 28 พฤษภาคม 2561

มีผู้แสดงความเห็นจำนวน 13 ราย และทุกรายเห็นด้วยกับการแก้ไขหลักเกณฑ์การปรับลด
สัดส่วนเพื่อเพิ่มโอกาสในการลงทุนให้ REIT สามารถเข้าลงทุนโดยถือหุ้นในอัตราน้อยกว่าร้อยละ 99 ได้
โดยมีความเห็นเพิ่มเติมในแต่ละประเด็นดังนี้

1. การลงทุนในทรัพย์สินที่เจ้าของทรัพย์สินไม่มีความเกี่ยวข้องกับผู้จัดการกองทรัสต์

1.1 การปรับลดสัดส่วนเพื่อเพิ่มโอกาสในการลงทุนให้ REIT สามารถเข้าลงทุน
โดยถือหุ้นในอัตราน้อยกว่าร้อยละ 99 ได้ (เห็นด้วยทุกราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
(1) สำนักงานควรมีอำนาจในการพิจารณาถอน เงื่อนไขหรือกฎเกณฑ์บางประการของประกาศตามที่ สำนักงานเห็นสมควร เนื่องจากการลงทุนในบริษัท ย่อยในต่างประเทศอาจมีเงื่อนไขทางกฎหมายหรือ แนวทางปฏิบัติในการร่วมทุนบางประการที่ไม่เป็นไป ตามแนวทางที่ประกาศกำหนด (ที่ปรึกษากฎหมาย)	ประกาศที่ ทจ. 49/2555 ข้อ 21(2) มีการกำหนดให้ สำนักงานมีอำนาจผ่อนผันการพิจารณาคำขออนุญาตได้ หากผู้ขออนุญาตมีข้อจำกัดตามกฎหมายอื่นที่ทำให้ ไม่สามารถปฏิบัติให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์หรือเงื่อนไข ที่จะขอผ่อนผันไว้อยู่แล้ว
(2) เนื่องจาก REIT ไม่ได้ถือหุ้นในบริษัทย่อย ทั้งหมด ดังนั้น ในการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมในการ บริหารจัดการบริษัทย่อยของผู้จัดการกองทรัสต์ ("RM") ค่าธรรมเนียมทรัสต์ในการตรวจสอบ เอกสารของบริษัทย่อย หรือค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวกับ การบริหารจัดการบริษัทย่อย จึงควร allocate ให้กับ ผู้ถือหุ้นส่วนที่เหลือของบริษัทย่อยด้วย (ทรัสต์)	การ allocate ค่าธรรมเนียมทรัสต์ และ RM ซึ่งเป็น ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการบริหารจัดการบริษัทย่อยระหว่าง REIT และผู้ถือหุ้นส่วนที่เหลือของบริษัทย่อย ("ผู้ร่วมทุน") ควรเป็นไปตามกลไก และเงื่อนไข การเจรจาทางธุรกิจระหว่าง REIT และผู้ร่วมทุน ซึ่งผู้ร่วมทุนอาจเห็นว่า ทรัสต์มีหน้าที่ดูแลการบริหาร จัดการบริษัทย่อยเพื่อประโยชน์ของ REIT จึงควรเรียก เก็บจาก REIT โดยไม่ยินยอมให้เรียกเก็บจากผู้ร่วมทุน นอกจากนี้ โดยปกติสำนักงานจะไม่เข้าไปกำหนด เกณฑ์ในเรื่องดังกล่าว เนื่องจากเป็นเรื่องธุรกิจ

1.2 การลดสัดส่วนการถือหุ้นให้กับ non-sponsor REIT จากไม่น้อยกว่าร้อยละ 99
เป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 และไม่น้อยกว่าจำนวนสิทธิออกเสียงที่กฎหมายของประเทศที่บริษัทนั้น
จัดตั้งขึ้น ได้กำหนดไว้สำหรับการผ่านมติที่มีนัยสำคัญ (เห็นด้วย 9 ราย ไม่เห็นด้วย 4 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
(1) ควรพิจารณาให้คำนิยามของทรัพย์สินที่เจ้าของ ทรัสต์ไม่มีความเกี่ยวข้องกับ RM และทรัพย์สินที่ เจ้าของทรัสต์มีความเกี่ยวข้องกับ RM ให้ชัดเจน ซึ่งอาจกำหนดโดยอ้างอิงจากการถือหุ้นใน RM (ที่ปรึกษากฎหมาย)	เห็นด้วย โดยจะกำหนดให้ชัดเจนว่า เจ้าของทรัพย์สินที่ REIT ลงทุนทางอ้อมต้องไม่มีความเกี่ยวข้อง และไม่มี ส่วนได้เสียกับ RM รวมถึงบุคคลที่เกี่ยวข้องกับ RM ด้วย

(2) ควรพิจารณาให้สำนักงานสามารถปรับลดสัดส่วนการลงทุนทางอ้อมสำหรับกรณีเจ้าของทรัพย์สินมีความเกี่ยวข้องกับ RM เป็นรายกรณี ตามความจำเป็นและสมควรเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการลงทุน (ที่ปรึกษากฎหมาย)	การที่เจ้าของทรัพย์สินซึ่งมักเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม RM ยังคงมีส่วนได้เสียโดยตรงในทรัพย์สินที่ REIT เข้าลงทุนอาจทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์จากการที่เจ้าของทรัพย์สินอาจควบคุมให้ RM ตัดสินใจดำเนินการในเรื่องสำคัญ ๆ ในระดับทรัพย์สิน เพื่อประโยชน์ของตนเองแทนที่จะเป็นไปเพื่อประโยชน์ของ REIT ได้ ดังนั้น จึงเห็นควรคงหลักการเดิม
(3) ไม่จำเป็นต้องกำหนดการถือหุ้นขั้นต่ำที่ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 เนื่องจากการกำหนดการถือหุ้นต้องไม่น้อยกว่าจำนวนสิทธิออกเสียงที่กฎหมายของประเทศที่บริษัทนั้นจัดตั้งขึ้นได้กำหนดไว้สำหรับการผ่านมติที่มีนัยสำคัญน่าจะมีความเพียงพอแล้ว (ที่ปรึกษากฎหมาย / ที่ปรึกษาทางการเงิน)	จำเป็นที่จะต้องมีการกำหนดนี้ด้วยเหตุผล 2 ประการ ได้แก่ 1) เพื่อให้ REIT มีอำนาจควบคุมดูแลบริษัทย่อยได้ และ 2) ต้องการให้ financial benefit ส่วนใหญ่ส่งคืนมาที่ REIT จึงเห็นควรคงหลักการดังกล่าวไว้
(4) ควรกำหนดให้ผู้ถือหุ้นเสียงข้างน้อยของบริษัทที่ REIT เข้าลงทุนมีสิทธิคัดค้านสำหรับมติที่มีนัยสำคัญบางเรื่องได้ เช่น การเลิกบริษัท หรือการแก้ไขเอกสารสำคัญ (ที่ปรึกษากฎหมาย / ที่ปรึกษาทางการเงิน)	การให้ผู้ถือหุ้นเสียงข้างน้อยมีสิทธิคัดค้านในเรื่องที่มีนัยสำคัญ อาจทำให้ REIT ไม่สามารถควบคุมดูแลให้บริษัทย่อยดำเนินงานในทำนองเดียวกับกรณีที่ REIT เข้าลงทุนโดยตรง ซึ่งขัดกับหลักการในการลงทุนทางอ้อมของ REIT จึงเห็นควรคงหลักการดังกล่าวไว้

1.3 กรณีที่ REIT มีการถือหุ้นในบริษัทย่อยหลายระดับชั้น การถือหุ้นและการมีสิทธิออกเสียงในทุกระดับชั้นต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 และต้องไม่น้อยกว่าจำนวนสิทธิออกเสียงสำหรับการผ่านมติที่มีนัยสำคัญ และเมื่อ pro rate การถือหุ้นถึงบริษัทชั้นสุดท้ายแล้วต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 51 (เห็นด้วย 8 ราย ไม่เห็นด้วย 5 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
(1) ไม่จำเป็นต้องกำหนดการถือหุ้นถึงบริษัทชั้นสุดท้ายไม่น้อยกว่าร้อยละ 51 เนื่องจาก REIT สามารถควบคุมสิทธิออกเสียงสำหรับผ่านมติที่มีนัยสำคัญได้แล้ว (ที่ปรึกษากฎหมาย)	การถือหุ้นถึงบริษัทชั้นสุดท้ายไม่น้อยกว่าร้อยละ 51 จะทำให้ REIT ได้รับประโยชน์ส่วนใหญ่จากเงินลงทุนในบริษัทย่อยนั้น ๆ (financial benefit) จึงเห็นควรคงหลักการดังกล่าวไว้
(2) ควรกำหนดให้มีที่ปรึกษากฎหมายในแต่ละประเทศรับรองว่า หุ้นที่ REIT ถืออยู่มีสิทธิออกเสียงตามกฎหมายของประเทศนั้น ๆ และความรับผิดชอบของ REIT ต้องไม่เกินสัดส่วนที่ถือหุ้นในบริษัทย่อยนั้น รวมทั้งอธิบายเหตุผลในการจัดโครงสร้างการถือหุ้นและความเหมาะสมของราคาที่จะลงทุน (ทริสตี)	เกณฑ์ที่จะแก้ไขในครั้งนี้อาจกำหนดให้ RM และทริสตีมีหน้าที่เปิดเผยความเห็นของที่ปรึกษากฎหมาย เพื่อให้ผู้ลงทุนมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน ตามที่กำหนดในข้อ 3.4(2) ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อจค. 13/2561 อย่างไรก็ดี หากต้องการให้ที่ปรึกษากฎหมายรับรอง ขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่าง RM ทริสตี และที่ปรึกษากฎหมาย

<p>(3) ควรประเมินมูลค่า REIT จากมูลค่าหุ้นไม่ใช่มูลค่าอสังหาริมทรัพย์ และเปิดเผยความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องทั้งหมด หรือต้องเปิดเผยผู้ถือหุ้นอื่นในบริษัทแต่ละชั้นว่ามีความเกี่ยวข้องกับ REIT หรือ RM หรือไม่ (ทรัพย์สิน)</p>	<p>- ประกาศที่ ทจ. 49/2555 ข้อ 13(1)(ก) กำหนดว่าการประเมินมูลค่าในชั้นของ REIT ให้เป็นการประเมินมูลค่าทรัพย์สินอย่างเต็มรูปแบบ โดยให้ค่านึงภาระภาษีและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ของบริษัทที่ REIT เป็นผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ โดยมีเหตุผลว่า การประเมินมูลค่าหุ้นอาจทำให้เกิดความสับสน เพราะมูลค่าหุ้นที่ประเมินได้อาจแตกต่างจากมูลค่าประเมินทรัพย์สินที่ REIT เข้าลงทุน เนื่องจากมีการใช้ discount rate ที่ต่างกัน ทั้ง ๆ ที่ทรัพย์สินของบริษัทที่ประเมินมูลค่าหุ้นมีทรัพย์สินเกือบทั้งหมดคืออสังหาริมทรัพย์ที่ REIT เข้าลงทุน RM จึงเห็นควรคงข้อกำหนดเดิมไว้</p> <p>- เห็นด้วยกับการเปิดเผยความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องทั้งหมดและเปิดเผยความสัมพันธ์ของผู้ร่วมทุนในบริษัทย่อยกับ REIT RM และบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับ RM โดยสำนักงานรับที่จะไปปรับปรุงเกณฑ์ดังกล่าว</p>
--	--

2. การปรับลดสัดส่วนการลงทุนทางอ้อมสำหรับการลงทุนที่มีข้อจำกัดตามกฎหมายอื่นหรือมีเงื่อนไขในการร่วมทุนกับภาครัฐ ให้สามารถลงทุนต่ำกว่าร้อยละ 99 ได้ แต่ต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัทนั้น (เห็นด้วย 7 ราย ไม่เห็นด้วย 4 ราย ไม่แสดงความเห็น 1 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
<p>(1) ควรให้ REIT มีอำนาจควบคุมในทรัพย์สินที่ลงทุน และมีอำนาจตัดสินใจบริหารเพื่อผลประโยชน์ของนักลงทุน โดยไม่ต้องพึ่งพาความเห็นชอบจากผู้ร่วมทุนรายอื่น เนื่องจากการถือหุ้นเพียงร้อยละ 40 ทำให้ RM และทรัสต์ไม่สามารถควบคุม ตรวจสอบ และบริหารจัดการได้ (ทรัพย์สิน)</p>	<p>เห็นควรแก้ไขหลักเกณฑ์ให้ REIT สามารถลงทุนทางอ้อมผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนต่ำกว่าร้อยละ 99 ได้ แต่ต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 เฉพาะในกรณีที่มีข้อจำกัดตามกฎหมายอื่นเท่านั้น โดยในกรณีร่วมทุนกับภาครัฐแต่ไม่ติดข้อจำกัดตามกฎหมายยังคงต้องลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ 99</p>
<p>(2) หากเป็นการลงทุนกับภาครัฐ การกำหนดสัดส่วนการถือหุ้นทำได้ยาก เนื่องจากภาครัฐอาจไม่ให้ REIT ถือหุ้นถึงร้อยละ 40 (ที่ปรึกษาทางการเงิน)</p>	<p>เห็นควรแก้ไขหลักเกณฑ์ให้ REIT สามารถลงทุนทางอ้อมผ่านการถือหุ้นในสัดส่วนต่ำกว่าร้อยละ 99 ได้ แต่ต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 เฉพาะในกรณีที่มีข้อจำกัดตามกฎหมายอื่นเท่านั้น โดยในกรณีร่วมทุนกับภาครัฐแต่ไม่ติดข้อจำกัดตามกฎหมายยังคงต้องลงทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ 99</p>

3. มาตรการ กลไก และการเปิดเผยข้อมูลเพื่อคุ้มครองสิทธิของ REIT ตามที่ระบุในข้อ 3.3 - 3.4 ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อกจ. 13/2561 เพียงพอหรือไม่ หากไม่เพียงพอท่านเห็นว่า ควรมีมาตรการเพิ่มเติมอย่างไร (เห็นด้วย 11 ราย ไม่เห็นด้วย 2 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
(1) กรณี ณ วันจัดตั้งกอง REIT ถือหุ้นบริษัทย่อยทั้งหมดร้อยละ 100 แต่หากในอนาคต REIT จะขายหุ้นของบริษัทย่อยออกจนเหลือสัดส่วนร้อยละ 75 สามารถทำได้หรือไม่ (ทรัพย์สิน)	สามารถทำได้ แต่ต้องกำหนดในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ว่าการลดสัดส่วนการลงทุนในบริษัทย่อยต้องเป็นไปเพื่อประโยชน์ของ REIT และเป็นการขายหุ้นดังกล่าวให้แก่บุคคลที่ไม่เกี่ยวข้องกับ RM โดย REIT ต้องได้รับมติจากผู้ถือหุ้นก่อนทำรายการทุกครั้ง (เช่น ขายหุ้นบางส่วนให้แก่ strategic partner ที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับ RM)
(2) มาตรการเพียงพอ แต่อาจจะปฏิบัติได้ยากมาก เนื่องจากเป็นการยากที่ภาครัฐจะให้เอกชนที่ถือหุ้นส่วนน้อยมีอำนาจในการแก้ไข หรือเปลี่ยนแปลงเรื่องสำคัญ รวมทั้งมีผู้เสนอว่า ควรกำหนดให้ต้องระบุมตรการดังกล่าวใน shareholder agreement ให้ชัดเจน (ที่ปรึกษาทางการเงิน)	<ul style="list-style-type: none"> - การกำหนดให้ REIT ต้องมีอำนาจในการแก้ไข หรือเปลี่ยนแปลงในเรื่องสำคัญของบริษัทที่เข้าลงทุน จะใช้กับกรณีที่เป็นบริษัทย่อย - กรณีที่เป็นการร่วมทุนกับภาครัฐ และ REIT ถือหุ้นส่วนน้อย และไม่มีอำนาจแก้ไขเปลี่ยนแปลงเรื่องที่สำคัญ จะต้องเปิดเผยความเสี่ยงให้ผู้ลงทุนทราบ - การลงทุนร่วมกับภาครัฐที่ทำให้ REIT ไม่สามารถควบคุมบริษัทย่อยได้ เป็นประเด็นที่ RM จะต้องพิจารณาก่อนตัดสินใจลงทุน และการทำ shareholder agreement ให้ชัดเจนเป็นมาตรการหนึ่งที่สามารถทำได้
(3) เนื่องจากปัจจุบันผู้ถือหุ้นหน่วย REIT มากกว่าร้อยละ 10 และถือหุ้นในบริษัทย่อย ไม่ใช่บุคคลที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น เมื่อบริษัทย่อยของ REIT ทำธุรกรรมกับบุคคลดังกล่าว และขนาดการทำรายการไม่ถึงร้อยละ 10 หรือร้อยละ 30 จะทำให้รายการดังกล่าวไม่ต้องถูกพิจารณาโดยคณะกรรมการของ RM หรือผู้ถือหุ้นของ REIT ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้น REIT ไม่ได้ได้รับความคุ้มครอง จึงเห็นควรกำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ REIT เป็นบุคคลเกี่ยวข้องด้วย (ที่ปรึกษากฎหมาย)	ขอรับไปพิจารณา เนื่องจากสำนักงานอยู่ระหว่างการปรับปรุงเกณฑ์รายการระหว่างกันของบริษัทจดทะเบียน ซึ่ง REIT จะต้องกำหนดให้เป็นไปในแนวทางเดียวกัน
(4) เห็นควรกำหนดให้การทำธุรกรรมของบริษัทย่อยกับกรรมการ ผู้บริหาร และบริษัทผู้ถือหุ้นรายใหญ่ผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทย่อย เป็นรายการเกี่ยวข้องด้วย เช่นเดียวกับกรณีของเกณฑ์ holding (ที่ปรึกษากฎหมาย)	เห็นด้วย และรับไปพิจารณาแก้ไขหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องต่อไป

4. REIT ที่จะลงทุนทางอ้อมโดยไม่มีกรออกและเสนอขายหน่วยทรัสต์ ต้องปฏิบัติตาม ข้อ 3.1 - 3.4 ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อจค. 13/2561 (เห็นด้วย 12 ราย ไม่เห็นด้วย 1 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
กรณีที่ REIT มีการลงทุนเพิ่มเติมในทรัพย์สินเดิม เช่น ลงทุนในส่วนต่อขยายอาคารของ โรงแรมเดิม การไม่ปฏิบัติตามข้อ 3.1 - 3.4 ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อจค. 13/2561 จะเพิ่มความคล่องตัวในการลงทุน (ที่ปรึกษาทางการเงิน)	เห็นด้วย โดยในกรณีที่บริษัทย่อยของ REIT ลงทุนเพิ่มเติมในทรัพย์สินเดิมหรือส่วนต่อขยาย สามารถทำได้โดยไม่ต้องปฏิบัติตามข้อ 3.1 - 3.4 ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อจค. 13/2561 แต่หากเป็นการลงทุนในหุ้นของบริษัทย่อยแห่งใหม่ จะต้องปฏิบัติตามข้อ 3.1 - 3.4 ของเอกสารรับฟังความคิดเห็นเลขที่ อจค. 13/2561

5. กำหนดให้ REIT ให้เงินกู้ยืมหรือค้ำประกันแก่บริษัทที่ REIT เข้าลงทุนได้ไม่เกินสัดส่วนการถือหุ้นของ REIT ยกเว้นกรณีร่วมทุนกับภาครัฐ (เห็นด้วย 8 ราย ไม่เห็นด้วย 5 ราย)

ความเห็นจาก hearing	ความเห็นของสำนักงาน
(1) ขอให้ระบุดุลประสงค์ของการให้บริษัทย่อย กู้ยืม และการค้ำประกันการกู้ยืมให้ชัดเจน	เห็นด้วย โดยเรื่องดังกล่าวต้องระบุไว้ในสัญญาก่อตั้ง ทรัสต์
(2) ไม่ควรจำกัดสัดส่วนเงินกู้ยืมที่ REIT ให้แก่บริษัทที่ REIT เข้าลงทุน เนื่องจากทำให้ REIT ไม่มีความยืดหยุ่นในการบริหาร Capital Management และการที่ REIT ให้กู้กับบริษัทที่ REIT ถือหุ้นไม่ได้ ทำให้มีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น และไม่ทำให้ REIT มีความเสี่ยงทางด้านต้นทุนทางการเงินเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ การพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุนใน REIT จะพิจารณารวมกันทั้งการลงทุนผ่านการถือหุ้น และการให้กู้ยืม จึงไม่จำเป็นต้องมีมาตรการดูแลอัตราดอกเบี้ย และเงื่อนไขการชำระคืนเงินต้น (ที่ปรึกษาทางการเงิน)	เห็นด้วยว่า ควรให้ REIT สามารถให้กู้ยืมเงินแก่บริษัทย่อยเกินสัดส่วนการถือหุ้นของ REIT ได้ อย่างไรก็ดี จะต้องได้รับมติจากผู้ถือหุ้นหน่วยก่อน
(3) เสนอให้กำหนดเพดานการให้กู้ยืมเงินของ REIT เพื่อป้องกันการกู้เงินในสัดส่วนที่ไม่เหมาะสม โดยเฉพาะการร่วมทุนกับภาครัฐที่การเบิกเงินอาจจะเกิดความล่าช้าหรือมีการทุจริต (ทรัสต์)	- การกำหนดเพดานเงินกู้ควรเป็นการตัดสินใจทางธุรกิจ ซึ่งหากจะกำหนดเพิ่มเติม ควรให้เป็นไปตามมติของผู้ถือหุ้น และระบุไว้ในสัญญาก่อตั้งทรัสต์ - ความเสี่ยงในการเบิกเงินล่าช้า หรือมีการทุจริต เป็นประเด็นที่ RM ต้องพิจารณาในการทำธุรกรรมและตัดสินใจลงทุน