

## แนวปฏิบัติในการจัดการกองทุนและทรัสต์ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

### 1. ที่มา

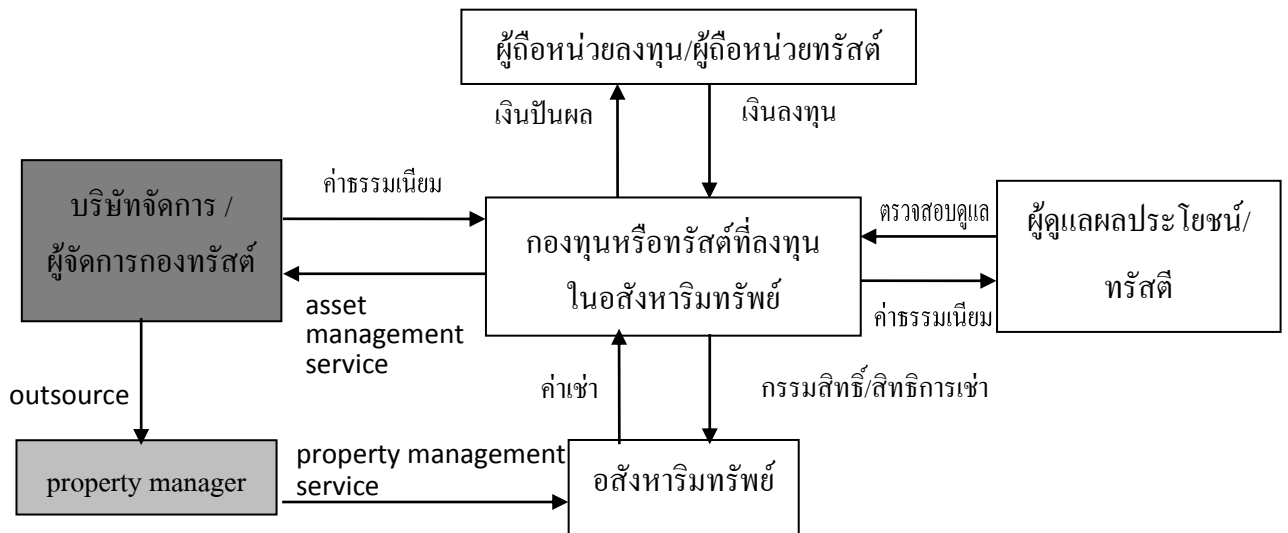
กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust – “REIT”) มีวัตถุประสงค์ระดมทุนจากผู้ลงทุนเพื่อไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่าง ๆ ที่มีรายได้ประจำในรูปค่าเช่า (เช่น อาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า คลังสินค้า โรงงาน หอพักนักศึกษา ที่อยู่อาศัยให้เช่า โรงแรม และเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ เป็นต้น) โดยกองทุนอาจซื้ออสังหาริมทรัพย์นั้น มาเป็นกรรมสิทธิ์ (freehold) หรือลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (leasehold) และนำอสังหาริมทรัพย์นั้นไปปล่อยเช่าเพื่อให้กองทุนมีรายได้ประจำจากค่าเช่าและนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ลงทุน โดยผู้มีหน้าที่รับผิดชอบในการบริหารจัดการเพื่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุน คือ บริษัทจัดการ (กรณีจัดตั้งในรูปกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) หรือผู้จัดการกองทรัสต์ (กรณีจัดตั้งในรูปทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์)

โดยที่กฎหมายและประกาศที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ กำหนดให้บริษัทจัดการและผู้จัดการกองทรัสต์ ต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ ความรอบคอบระมัดระวัง และความซื่อสัตย์สุจริต โดยต้องปฏิบัติตามที่เป็นไปตามกฎหมาย โครงการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหุ้นลงทุนกับบริษัทจัดการ สัญญาก่อตั้งทรัสต์ ตลอดจนมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงทุนและผู้ถือหุ้นทรัสต์ ตามลำดับ รวมทั้ง กำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมและทรัสต์มีหน้าที่ดูแลรักษาประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลงทุนและผู้ถือหุ้นทรัสต์ ตามลำดับ โดยบุคคลที่ฝ่าฝืนข้อกำหนดของกฎหมายและประกาศจะมีความรับผิดชอบตามกฎหมาย<sup>1</sup> นั้น

เนื่องจากการบริหารจัดการกองทุนและทรัสต์ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มีรายละเอียดที่ต้องควบคุมดูแลหลาย ๆ เรื่อง ซึ่งแตกต่างจากการจัดการกองทุนรวมทั่วไป สำนักงานจึงเห็นความจำเป็นในการจัดทำแนวปฏิบัติในการจัดการกองทุนและทรัสต์ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยได้รวบรวมแนวทางของต่างประเทศ ตลอดจนข้อคิดเห็นและข้อเสนอแนะของบริษัทจัดการและผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม ไว้ในแนวปฏิบัติฉบับนี้ เพื่อที่จะสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับเรื่องที่บริษัทจัดการและผู้จัดการกองทรัสต์ต้องให้ความสำคัญและระมัดระวังในการบริหารจัดการ รวมทั้งได้ให้ตัวอย่างการปฏิบัติงานในบางเรื่องที่สำคัญ ซึ่งบริษัทจัดการและผู้จัดการกองทรัสต์อาจปฏิบัติในลักษณะอื่นได้ เพื่อให้เหมาะสมกับประเภทของอสังหาริมทรัพย์ที่ลงทุนและสามารถรักษาประโยชน์ของผู้ลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพเช่นเดียวกัน

<sup>1</sup> หน้าที่ตามที่กำหนดในมาตรา 47 ประกอบมาตรา 132 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และมาตรา 30. ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550

<sup>2</sup> บทลงโทษที่กำหนดตามมาตรา 282 ถึงมาตรา 284 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และมาตรา 70 และมาตรา 85 ถึงมาตรา 90 ของพระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ. 2550



ในแนวปฏิบัติฉบับนี้ คำว่า “กองทุน” ให้หมายถึง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ คำว่า “บริษัทจัดการ” ให้หมายถึง บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน และผู้จัดการกองทุน คำว่า “ผู้ถือหุ้นลงทุน” ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ให้หมายรวมถึง “ผู้ถือหุ้นทรัสต์” ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และ คำว่า “ผู้ดูแลผลประโยชน์” ของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ให้หมายรวมถึง ทรัสต์ ของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ด้วย

อนึ่ง บริษัทจัดการอาจว่าจ้างบุคคลภายนอกที่มีความเชี่ยวชาญให้ทำหน้าที่ property manager คือ ดูแลบริหารอสังหาริมทรัพย์ของกองทุน (เช่น ดูแลด้านการตลาดและการจัดหาผู้เช่า ดูแลและซ่อมบำรุงรักษาอาคารและอุปกรณ์ จัดทำบัญชีรายรับและรายจ่ายจากการให้เช่า เป็นต้น) โดยบริษัทจัดการต้องมีระบบในการติดตามควบคุม รวมทั้งมีการสุ่มตรวจสอบเพื่อให้มั่นใจได้ว่า property manager (1) มีการจัดเก็บรายได้และนำส่งให้กองทุน โดยครบถ้วนถูกต้อง (2) ไม่มีการเรียกเก็บค่าใช้จ่ายจากกองทุนมากเกินไปและต้องอยู่ภายในกรอบที่โครงการจัดการกองทุนกำหนด ให้เรียกเก็บได้ และ (3) มีการดูแลและซ่อมบำรุงรักษาทรัพย์สินของกองทุนอย่างเพียงพอและเหมาะสม เพื่อให้สามารถบริหารจัดการผลประโยชน์ได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว<sup>3</sup>

นอกจากนี้ ในกรณีที่มีการจัดโครงสร้างโดยให้กองทุนนำอสังหาริมทรัพย์ไปปล่อยเช่าให้แก่ผู้เช่าเพียงรายเดียว (เช่น กองทุนให้เช่าโรงแรมแก่ผู้เช่ารายเดียว เป็นต้น) บริษัทจัดการต้องมีระบบในการติดตามควบคุมและตรวจสอบเพื่อให้มั่นใจได้ว่าผู้เช่ารายเดียวนี้นำส่งค่าเช่าให้แก่กองทุนโดยครบถ้วนและถูกต้องตามข้อตกลงในสัญญาเช่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีที่สัญญาเช่ามีการกำหนดค่าเช่าบางส่วนอยู่ในรูป profit sharing หรือส่วนแบ่งกำไรจากการปล่อยเช่า บริษัทจัดการจำเป็นต้องควบคุมดูแลผู้เช่ามิให้มีการรั่วไหลของรายได้ค่าเช่าหรือมีการใช้จ่ายที่เกินความจำเป็นซึ่งอาจมีผลต่อส่วนแบ่งกำไรที่กองทุนจะได้รับ) รวมทั้งผู้เช่ามีการดูแลและซ่อมบำรุงรักษาทรัพย์สินของกองทุนเพื่อให้สามารถบริหารจัดการผลประโยชน์ได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว

<sup>3</sup> เช่น อุปกรณ์สำคัญภายในอาคาร ได้รับการตรวจเช็คโดยช่างผู้ชำนาญการรอบบำรุงรักษาอย่างสม่ำเสมอ เป็นต้น

สำหรับผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวมและทรัสต์ ซึ่งมีหน้าที่ดูแลรักษา ประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนหรือผู้ถือหุ้นทรัสต์ ตามลำดับ สามารถใช้แนวปฏิบัติฉบับนี้เป็น แนวทางในการติดตามตรวจสอบเพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทจัดการและผู้จัดการทรัสต์มีการปฏิบัติ ตามกฎหมาย และข้อกำหนดของโครงการจัดการกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสัญญาก่อตั้งทรัสต์ ตลอดจนมติของที่ประชุมผู้ถือหน่วยลงทุนและผู้ถือหุ้นทรัสต์ ตามลำดับ รวมทั้งปฏิบัติหน้าที่ อย่างเพียงพอและเหมาะสมในการรักษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุนและผู้ถือหุ้นทรัสต์แล้ว

## 2. แนวปฏิบัติเกี่ยวกับความเป็นอิสระในการทำหน้าที่ของบริษัทจัดการ

กฎหมายและประกาศที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกองทุน กำหนดให้ บริษัทจัดการ ต้องรักษาไว้ซึ่งประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยผลประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน ต้องมาก่อนผลประโยชน์ของบริษัทจัดการและพนักงานของบริษัทจัดการ และบริษัทจัดการต้อง ไม่กระทำการใด ๆ อันเป็นการขัดหรือแย้งกับประโยชน์ของผู้ลงทุน

ตัวอย่างแนวปฏิบัติที่บริษัทจัดการต้องพิจารณาเพื่อให้เกิดความโปร่งใสและ แสดงถึงความเป็นอิสระในการทำหน้าที่ของบริษัทจัดการ เช่น

### 2.1 การทำธุรกรรมระหว่างกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน

(1) บริษัทจัดการต้องรวบรวมรายชื่อบุคคลหรือกิจการที่เข้าข่ายเป็น บุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน และปรับปรุงข้อมูลดังกล่าวให้เป็นปัจจุบัน และนำส่งข้อมูลดังกล่าว ให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ เพื่อใช้ในการตรวจสอบรายการระหว่างกันของกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้องด้วย

บุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน ตามข้อกำหนดของมาตรฐานการบัญชี ว่าด้วยการเปิดเผยรายการกับบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องกัน และนิยามของบุคคลที่เกี่ยวข้องของ กองทุน ซึ่งกำหนดในประกาศเกี่ยวกับการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ในการจัดการกองทุน รวมทั้งประกาศเกี่ยวกับการทำรายการระหว่างทรัสต์เพื่อการลงทุนใน อสังหาริมทรัพย์กับบุคคลที่เกี่ยวข้องได้หมายรวมถึงบุคคลต่อไปนี้

(ก) บุคคลหรือหรือกิจการที่มีอำนาจควบคุมหรือมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ ในการกำหนดนโยบายการเงินและการดำเนินงานของกองทุน (เช่น บริษัทจัดการ กรรมการและ ผู้บริหารของบริษัทจัดการ ที่ปรึกษาของกองทุน ผู้จัดการกองทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่)

(ข) ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน ผู้ประเมินราคาทรัพย์สิน และ ผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ (property manager)

(ค) บุคคลหรือกิจการที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทจัดการ ที่ปรึกษาของ กองทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนรายใหญ่ ผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน ผู้ประเมินราคาทรัพย์สิน และ property manager

(ง) กิจการที่บุคคลดังกล่าวข้างต้นมีอำนาจควบคุมหรือมีส่วนได้เสียอย่างมีนัยสำคัญ (เช่น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บริษัทใหญ่หรือบริษัทแม่ บริษัทย่อย บริษัทร่วม และบริษัทที่อยู่ในเครือเดียวกันกับบุคคลหรือกิจการดังกล่าว รวมทั้งกรรมการและผู้บริหารของบริษัทใหญ่ บริษัทย่อย บริษัทร่วม และบริษัทในเครือเดียวกัน)

(2) บริษัทจัดการต้องตรวจสอบว่าธุรกรรมต่าง ๆ ของกองทุนเป็นธุรกรรมที่บุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุนมีส่วนได้เสียหรือไม่ และจำเป็นต้องขอความเห็นชอบจากผู้ดูแลผลประโยชน์หรือขอมติจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ก่อนที่จะทำธุรกรรมนั้นหรือไม่ เพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมายและโครงการจัดการกองทุนรวม

(3) บริษัทจัดการต้องจัดให้มีเอกสารหลักฐานที่สามารถแสดงได้ว่าธุรกรรมระหว่างกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน เข้าลักษณะดังต่อไปนี้

(3.1) เป็นธุรกรรมที่สมเหตุสมผลและใช้ราคาที่เป็นธรรม

(3.2) ผู้ที่มีส่วนได้เสียเป็นพิเศษในการเข้าทำธุรกรรม ไม่มีส่วนร่วมในการตัดสินใจเข้าทำธุรกรรมนั้น หรือธุรกรรมนั้นได้รับความเห็นชอบจากผู้ดูแลผลประโยชน์ หรือได้รับมติจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ขึ้นอยู่กับความมีสาระสำคัญของธุรกรรมนั้น) ก่อนที่จะทำธุรกรรม

(3.3) ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการเข้าทำธุรกรรมนั้น ซึ่งนำมาเรียกเก็บจากกองทุน (ถ้ามี) อยู่ในอัตราที่เป็นธรรมและเหมาะสม เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราในท้องตลาด

(4) การขอความเห็นชอบจากผู้ดูแลผลประโยชน์หรือขอมติจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ก่อนที่จะให้กองทุนเข้าทำธุรกรรมกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน บริษัทจัดการต้องเปิดเผยส่วนได้เสียของตนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องของบริษัทจัดการในธุรกรรมที่จะให้กองทุนเข้าทำ รายละเอียดของธุรกรรม เหตุผลในการทำธุรกรรม และความสมเหตุสมผลของการคิดค่าตอบแทนหรือการกำหนดเงื่อนไขของธุรกรรมดังกล่าว ไว้ในหนังสือเชิญประชุม รวมทั้งเปิดเผยผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามข้อกำหนดของหน่วยลงทุนที่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

(5) ภายหลังจากการทำธุรกรรมไปแล้ว บริษัทจัดการต้องเปิดเผยธุรกรรมระหว่างกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้องของกองทุน ในรอบปีบัญชีก่อนและรอบปีบัญชีปัจจุบัน ไว้ในรายงานประจำปีและงบการเงินของกองทุน

ข้อมูลที่เปิดเผย ได้แก่ ชื่อ ความสัมพันธ์ ลักษณะธุรกรรม มูลค่ารายการอัตราค่าบริการหรือเงื่อนไขการค้า ความเห็นของบริษัทจัดการเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของการทำธุรกรรมดังกล่าว และอัตราค่าบริการหรือเงื่อนไขการค้าที่เมื่อเทียบกับท้องตลาด รวมทั้งความเห็นของผู้ดูแลผลประโยชน์หรือมติของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่อนุมัติการทำธุรกรรมนั้นและรายละเอียดเงื่อนไขของมติ (ถ้ามี)

### ตัวอย่างการเปิดเผย เช่น

บริษัทหลักทรัพย์ชื่อ xxx (ซึ่งมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกับผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจัดการ) มีการให้บริการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ให้แก่กองทุน โดยกองทุนมีการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทหลักทรัพย์แห่งนี้ ในปี 25xx มูลค่า xxx ล้านบาท และจ่ายค่านายหน้าให้บริษัทหลักทรัพย์แห่งนี้ เป็นเงิน xxx บาท อัตราค่าบริการดังกล่าวใกล้เคียงกับบริษัทหลักทรัพย์อื่น

ธนาคารพาณิชย์ชื่อ xxx ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจัดการ มีการให้กู้ยืมเงินแก่กองทุน เพื่อไปซื้ออสังหาริมทรัพย์ ในปี 25xx จำนวนเงิน xxx ล้านบาท กำหนดจ่ายชำระคืนภายใน x ปีนับจากวันกู้ยืม โดยคิดดอกเบี้ยในอัตรา x% ต่อปี ซึ่งเป็นอัตราเดียวกับที่คิดกับลูกค้าทั่วไป เงินกู้ยืมดังกล่าวไม่มีการวางทรัพย์สินเป็นหลักประกัน ณ วันที่ xx/xx/xxxx มียอดเงินต้นและดอกเบี้ยค้างจ่าย รวม xxx ล้านบาท ทั้งนี้ การกู้ยืมเงินดังกล่าวได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเมื่อวันที่ xx/xx/xxxx ด้วยคะแนนคิดเป็น xx% ของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง โดยเจ้าของอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน ไม่มีสิทธิออกเสียงในวาระการพิจารณาเรื่องนี้

บริษัทชื่อ xxx ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนรายใหญ่ของกองทุน มีการทำสัญญาให้บริการเป็นผู้จัดหาพนักงานเพื่อเข้าปฏิบัติงานภายในเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ที่กองทุนเข้าไปลงทุน เช่น guest service executive , finance officer, inventory officer, technician และแม่บ้าน เป็นต้น โดยสัญญาระหว่างกองทุนและบริษัทชื่อ xxx ในปี 25xx กำหนดว่า บริษัท xxx จะเรียกเก็บค่าใช้จ่ายตามที่เกิดขึ้นจริง บวกด้วยอัตราค่าบริการร้อยละ x ของค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจริงจากกองทุน ซึ่งตั้งแต่เดือน xxx ถึงเดือน xxx กองทุนมีการจ่ายเงินให้บริษัท xxx แล้วเป็นจำนวน xxx บาท

(6) กองทุนส่วนใหญ่จะมีเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิมเป็นผู้ให้ความสนับสนุน (sponsor) ในการจัดตั้งกองทุน กล่าวคือ บริษัทจัดการและ sponsor จะร่วมกันพิจารณากำหนดรายละเอียดต่าง ๆ ของกองทุนที่จะจัดตั้งขึ้น เช่น โครงสร้างการจัดการ ราคาซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ รูปแบบและเงื่อนไขการจัดการผลประโยชน์ อัตราผลตอบแทน การรับประกันรายได้ให้แก่กองทุน เป็นต้น รวมทั้ง sponsor และบุคคลที่เกี่ยวข้องของ sponsor มักเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนรายใหญ่<sup>4</sup> ของกองทุนที่จะจัดตั้งขึ้น และหรือรับหน้าที่เป็น property manager ให้แก่อสังหาริมทรัพย์ที่จะขายให้แก่กองทุนด้วย ดังนั้น เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นระหว่าง sponsor และกองทุน บริษัทจัดการต้องวางแผนล่วงหน้าเกี่ยวกับมาตรการที่จะช่วยป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์และรักษาประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน รวมทั้งเปิดเผยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น และมาตรการป้องกัน เพื่อให้ผู้ลงทุนได้ทราบก่อนที่จะเข้าลงทุน

<sup>4</sup> ถือหน่วยลงทุนได้ไม่เกิน 1 ใน 3 ของจำนวนหน่วยลงทุนที่กำหนดได้แล้วทั้งหมด

ทั้งนี้ บริษัทจัดการไม่ควรมุ่งแต่จะจัดตั้งกองทุนให้สำเร็จเพียงอย่างเดียว โดยยอมให้กองทุนเข้าทำสัญญาต่าง ๆ ตามเงื่อนไขของ sponsor ซึ่งอาจจะทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องเสียเปรียบในระยะยาว

ตัวอย่างความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่าง sponsor และกองทุน เช่น

- อสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนจะลงทุน มีการปล่อยเช่าให้แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องของ sponsor โดยคิดค่าเช่าในอัตราที่ต่ำกว่าราคาตลาดหรือผู้เช่ารายอื่นเป็นระยะเวลานาน (เช่น มากกว่า 5 ปีขึ้นไป เป็นต้น)

กรณีเช่นนี้ บริษัทจัดการต้องพิจารณาว่าสามารถปรับค่าเช่าจากบริษัทที่เกี่ยวข้องของ sponsor ให้เป็นราคาตลาดได้หรือไม่ หากไม่สามารถทำได้ และบริษัทจัดการจะให้กองทุนเข้าลงทุน ก็ต้องพิจารณาความเหมาะสมของราคาซื้อโดยคำนึงถึงภาระผูกพันของอสังหาริมทรัพย์นั้นที่ไม่สามารถปล่อยเช่าในราคาตลาดได้จนกว่าสัญญาเช่าเดิมจะสิ้นสุด โดยบริษัทจัดการต้องแจ้งข้อมูลเกี่ยวกับอัตราค่าเช่าตามสัญญาเช่าเดิมซึ่งต่ำกว่าราคาตลาดให้ผู้ประเมินได้รับทราบเพื่อนำไปใช้ในการกำหนดราคาประเมินที่ยุติธรรมสำหรับอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ในการต่ออายุสัญญาเช่าครั้งใหม่ บริษัทจัดการต้องดูแลให้มีการกำหนดอัตราค่าเช่าเป็นไปตามราคาตลาดด้วย

- property manager บริหารจัดการไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้กองทุนได้กำไรน้อยหรือขาดทุนเมื่อเทียบกับอสังหาริมทรัพย์อื่นในพื้นที่ใกล้เคียง

กรณีเช่นนี้ บริษัทจัดการสามารถวางแผนป้องกันไว้ล่วงหน้าได้ เช่น สัญญาว่าจ้างมีเงื่อนไขเกี่ยวกับผลประกอบการที่สามารถยกเป็นเหตุเลิกสัญญาว่าจ้างได้ เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้บริษัทจัดการสามารถใช้สิทธิเลิกจ้าง property manager รายเดิมที่ไม่มีประสิทธิภาพ

- บริษัทจัดการไม่สามารถให้กองทุนเข้าไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ใด ๆ ที่ไม่ใช่ของ sponsor ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้

กรณีเช่นนี้ บริษัทจัดการต้องเปิดเผยให้ผู้ลงทุนได้รับทราบโดยชัดเจน ตั้งแต่เปิดเสนอขายกองทุนดังกล่าวต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering หรือ IPO) เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับทราบข้อจำกัดหรือเงื่อนไขของ sponsor ดังกล่าว

- sponsor มีอสังหาริมทรัพย์ตั้งอยู่ในบริเวณเดียวกันหรือใกล้เคียงกับอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนได้เข้าไปลงทุน (เช่น กองทุนซื้ออาคารสำนักงานเพียงบางหลัง ในบริเวณนั้น) ซึ่ง property manager อาจส่งลูกค้ายให้อสังหาริมทรัพย์ของ sponsor ก่อนให้กองทุน

กรณีเช่นนี้ บริษัทจัดการสามารถป้องกันได้หลายวิธี เช่น ซื้ออาคารสำนักงานทุกอาคารในบริเวณเดียวกัน หรือหากไม่สามารถซื้อได้ทุกอาคาร ก็ต้องทำข้อตกลงกับ sponsor และ property manager เกี่ยวกับการจัดหาและส่งลูกค้ายให้แก่อาคารสำนักงาน ซึ่งต้องมีความชัดเจนและเป็นธรรมกับกองทุน โดยบริษัทจัดการต้องเข้าไปควบคุมดูแลเรื่องดังกล่าว

โดยใกล้ชิด และเปิดเผยปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ดังกล่าว และมาตรการป้องกัน ไว้ในหนังสือชี้ชวน เป็นต้น ทั้งนี้ หากบริษัทจัดการไม่สามารถป้องกันปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ก็ไม่ควรพิจารณาลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้น

## 2.2. การหลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่อาจทำให้เกิดข้อสงสัยในความเป็นอิสระของบริษัทจัดการ

ในการพิจารณาคัดเลือกหรือซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ตลอดจนหลักทรัพย์ และบริการอื่นใดให้แก่กองทุน บริษัทจัดการ กรรมการ ผู้บริหาร ผู้จัดการกองทุน และพนักงานของบริษัทจัดการ ต้องไม่รับค่านายหน้า หรือ soft commission หรือผลประโยชน์อื่นใดจากเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม หรือ sponsor ผู้ขายหลักทรัพย์ ผู้ให้บริการ หรือบริษัทนายหน้า เป็นรายได้หรือประโยชน์ของตนเอง

“ผลประโยชน์” ที่กล่าวถึงข้างต้น อาจอยู่ในรูปตัวเงิน ของขวัญของกำนัล (เช่น ตัวเครื่องบินและที่พัก ซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับการปฏิบัติงานในหน้าที่) ทรัพย์สินหรือของมีค่า (เช่น รถยนต์ ทองคำ เครื่องเพชร เป็นต้น) หลักทรัพย์ เช่น หุ้น การลดหนี้หรือจ่ายชำระหนี้ให้แทน การให้ส่วนลด การสนับสนุนหรือการให้ความช่วยเหลือทางธุรกิจ เป็นต้น

### ตัวอย่างการรับผลประโยชน์ที่ต้องห้าม เช่น

- เจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม จ่ายค่านายหน้าให้แก่บริษัทจัดการหรือผู้บริหารของบริษัทจัดการ เป็นค่าตอบแทนที่ดำเนินการให้กองทุนมาซื้ออสังหาริมทรัพย์จากตน
- บริษัทประกันวินาศภัย จ่ายค่านายหน้าให้แก่บริษัทจัดการหรือผู้บริหารของบริษัทจัดการ เป็นค่าตอบแทนที่ดำเนินการให้กองทุนทำประกันวินาศภัยอาคารสิ่งปลูกสร้างกับบริษัทตน
- บริษัทจัดการได้รับค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนจากเจ้าของอสังหาริมทรัพย์เดิม ซึ่งเป็น sponsor ในการจัดตั้งกองทุน ในอัตราที่สูงกว่าตัวแทนจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนรายอื่น ๆ โดยไม่มีเหตุผลรองรับทางธุรกิจ
- บริษัทจัดการมีการนำค่าใช้จ่ายในช่วงจัดตั้งกองทุน (setup cost) เช่น ค่าใช้จ่ายในการเดินทาง ค่าใช้จ่ายในการศึกษาความเป็นไปได้ของการลงทุน เป็นต้น ไปเรียกเก็บจาก sponsor โดยค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีจำนวนสูงกว่าอัตราในท้องตลาดโดยไม่มีเหตุผลรองรับทางธุรกิจ<sup>5</sup>

## 2.3 การเปิดเผยส่วนได้เสียหรือการได้รับประโยชน์จากบริษัท/บุคคลที่เป็นคู่ค้ากับกองทุน

บริษัทจัดการต้องเปิดเผยส่วนได้เสียหรือการได้รับประโยชน์ของบริษัทจัดการ และบุคคลที่เกี่ยวข้องของบริษัทจัดการ จากบริษัทหรือบุคคลที่เป็นคู่ค้ากับกองทุนไว้ในหนังสือชี้ชวน โครงการจัดการกองทุนรวม หนังสือเชิญประชุมเพื่อขออนุมัติทำรายการต่าง ๆ และรายงานประจำปี

<sup>5</sup> หาก sponsor ตกลงที่จะช่วยออกค่าใช้จ่าย setup cost ให้แก่กองทุน บริษัทจัดการต้องนำค่าใช้จ่าย setup cost มาเรียกเก็บจากกองทุนโดยตรง (ไม่ควรนำไปเรียกเก็บจาก sponsor โดยตรง) และต้องตกลงให้ sponsor จ่ายเงินช่วยเหลือค่า setup cost เข้ามาให้กองทุนโดยตรงเช่นกัน รวมทั้งบริษัทจัดการมีหน้าที่ต้องแสดงให้เห็นว่า ค่าใช้จ่าย setup cost ต่าง ๆ นั้นเป็นอัตราตลาดที่เหมาะสมและเป็นธรรม หรือไม่ อย่างไร

ของกองทุน เพื่อผู้ลงทุนและผู้ดูแลผลประโยชน์จะใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาความเป็นอิสระของบริษัทจัดการในการเข้าทำธุรกรรมต่าง ๆ เพื่อกองทุน และความสมเหตุสมผลของธุรกรรมนั้น

ทั้งนี้ บุคคลที่เกี่ยวข้องของบริษัทจัดการ ได้แก่ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทจัดการ บริษัทย่อยและบริษัทร่วมของบริษัทจัดการ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจัดการ

ส่วนได้เสียหรือการได้รับประโยชน์ที่ต้องพิจารณาเปิดเผย เช่น เจ้าหนี้ ลูกหนี้ คู่ค้าประกันหรือได้รับการค้ำประกัน การถือหุ้นระหว่างกัน หรือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารเป็นกลุ่มเดียวกัน การให้หรือรับบริการ การซื้อขายระหว่างกัน และการออกค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ให้แก่กัน เป็นต้น

ตัวอย่างการเปิดเผย เช่น

- ธนาคารพาณิชย์ชื่อ xxx ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจัดการ ให้กู้ยืมเงินแก่เจ้าของอสังหาฯ ในจำนวน xxx บาท และเจ้าของอสังหาฯ จะนำเงินที่ได้จากการขายอสังหาฯ ให้กองทุนไปชำระหนี้เงินกู้ยืมให้แก่ธนาคารพาณิชย์นั้นเป็นจำนวน xxx บาท

- บริษัทจัดการ และเจ้าของอสังหาฯ มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกัน ชื่อ xxxxx ซึ่งถือหุ้นในบริษัทจัดการร้อยละ xx และในเจ้าของอสังหาฯ ร้อยละ xx ของทุนชำระแล้ว

- บริษัทหลักทรัพย์ชื่อ xxx ซึ่งมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจัดการ มีการให้บริการที่ปรึกษาทางการเงินแก่เจ้าของอสังหาฯ ในปี 25xx โดยได้รับค่าตอบแทน xxx บาท

- บริษัทจัดการหรือผู้บริหารของบริษัทจัดการ ได้ให้บริการประเภทใดแก่ sponsor โดยได้รับเงินเป็นจำนวน xxx บาท

- บริษัทจัดการได้รับเงิน xxx ล้านบาท จาก sponsor เป็นค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนของกองทุนที่จัดตั้งขึ้น ซึ่งคิดเป็นร้อยละ x ของมูลค่าหน่วยลงทุนที่บริษัทจัดการเป็นผู้จัดจำหน่าย ส่วนตัวแทนจัดจำหน่ายหน่วยลงทุนรายอื่น ๆ ได้รับในอัตราร้อยละ x ของมูลค่าการจัดจำหน่าย

- บริษัทจัดการได้รับเงิน xxx ล้านบาท จาก sponsor เป็นค่าใช้จ่ายในช่วงจัดตั้งกองทุน (setup cost) ซึ่งได้แก่ ค่าใช้จ่ายประเภทใด ซึ่งเมื่อเทียบกับท้องตลาดแล้วเป็นอัตราที่ใกล้เคียงกันหรือสูงกว่าหรือต่ำกว่าอัตราตลาด เนื่องจากเหตุผลใด



### 3. แนวปฏิบัติที่สำคัญในการจัดการกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

เนื่องจากผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มีความคาดหวังให้กองทุนจ่ายผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอ (stable income) มีส่วนแบ่งกำไรและหรือมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนในระยะยาวเพิ่มขึ้น บริษัทจัดการจึงต้องมีระบบในการควบคุมและบริหารอสังหาริมทรัพย์และกระแสรายรับรายจ่ายของกองทุนที่มีประสิทธิภาพ เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายของผู้ถือหน่วยลงทุนข้างต้น บริษัทจัดการจึงมีหน้าที่และความรับผิดชอบโดยสรุปดังต่อไปนี้

(1) บริหารจัดการกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ให้เป็นไปตามข้อกำหนดของโครงการจัดการกองทุนและคู่มือการศึกษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน

(2) คัดเลือกและตรวจสอบ (due diligence) อสังหาริมทรัพย์ที่จะให้กองทุนไปลงทุนด้วยความรอบคอบและระมัดระวัง โดยต้องบันทึกและจัดเก็บข้อมูลรวมทั้งเอกสารหลักฐานเกี่ยวกับการคัดเลือก การตรวจสอบ และการตัดสินใจที่จะลงทุนหรือไม่ลงทุนในทรัพย์สินใดทรัพย์สินหนึ่งให้แก่กองทุนไว้ด้วย

(3) ดำเนินการต่าง ๆ ให้มั่นใจได้ว่าในด้านการเงินและมูลค่าเชิงเศรษฐกิจของสินทรัพย์ของกองทุนได้รับการจัดการอย่างมืออาชีพและเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน เช่น

(3.1) กำหนดกลยุทธ์และนโยบายการลงทุนและการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับข้อผูกพันที่กำหนดไว้ในโครงการ

(3.2) กำหนดวงเงินกู้ยืมของโครงการและควบคุมไม่ให้เกินที่กำหนดไว้ในโครงการ

(3.3) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่ตรงกับวัตถุประสงค์การลงทุนของโครงการ

(3.4) บริหารกระแสเงินสดของกองทุน

(3.5) พิจารณาการจ่ายเงินปันผลของกองทุน

(3.6) จัดให้มีการประกันภัยเพื่อคุ้มครองความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับ

อสังหาริมทรัพย์ของกองทุน และประกันภัยสำหรับความรับผิดชอบต่อบุคคลภายนอกในวงเงินที่เพียงพอและเหมาะสม ที่ทำให้ทรัพย์สินของกองทุน (เช่น ครอบคลุมอาคารสิ่งปลูกสร้าง รวมถึงโครงสร้างอาคาร ระบบน้ำ ระบบไฟฟ้า เครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ใช้ในการดำเนินงาน อุปกรณ์ตกแต่งภายใน เฟอร์นิเจอร์ เป็นต้น) คืนกลับสภาพเดิม เพื่อให้กองทุนสามารถจัดหาผลประโยชน์ได้เหมือนเดิมและได้รับผลตอบแทนไม่น้อยกว่าเดิม

(3.7) จัดให้มีการวางแผนการจัดสัดส่วนประเภทธุรกิจของผู้เช่า (Tenant Mix)

(3.8) ควบคุมดูแลให้ผู้เช่าปฏิบัติตามเงื่อนไขของสัญญาเช่า

(3.9) ควบคุมดูแลให้มีการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่ใช้บังคับกับอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนได้ลงทุน

(3.10) จัดการและบริหารพื้นที่ให้เช่า เช่น ควบคุมดูแลการปล่อยเช่าพื้นที่หรือ อัตรากาเช่าพักให้มีอัตราต่อการต่อสัญญาเช่าหรืออัตรากาเช่าพักสูง หรือมีอัตราพื้นที่ว่างหรือห้องว่างต่ำ การเจรจาต่อรองกับผู้เช่าเกี่ยวกับสัญญาเช่า การทบทวนอัตราหรือราคาปล่อยเช่า การบอกเลิก หรือต่ออายุสัญญาเช่า เป็นต้น

(3.11) ประเมินผลการปล่อยเช่าในอดีต เพื่อกำหนดเงื่อนไขในการปล่อยเช่าและ จัดทำสัญญาเช่าให้เหมาะสม และประเมินผลการติดตามเรียกเก็บค่าเช่า เพื่อบันทึกค่าเผื่อหนี้สงสัย จะสูญหรือตัดหนี้สูญ หรือบันทึกหนี้สูญรับคืน (ในกรณีที่เรียกเก็บเงินได้ภายหลังตัดหนี้สูญ)

(3.12) จัดให้มีระบบดูแลรักษาความปลอดภัยของอาคารสิ่งปลูกสร้างที่กองทุน ได้ลงทุน เช่น ระบบแจ้งเตือนไฟไหม้ ระบบการติดต่อสื่อสาร และการจัดการเมื่อเกิดเหตุฉุกเฉิน

(3.13) กำหนดนโยบายและแผนการปฏิบัติงานในการบริหาร บำรุงรักษา และ ปรับปรุงอาคารสิ่งปลูกสร้างที่กองทุนได้ลงทุน

(4) ตรวจสอบให้มั่นใจว่ากองทุนมีกรรมสิทธิ์โดยถูกต้องในอสังหาริมทรัพย์ที่ซื้อ รวมทั้งสัญญาต่าง ๆ ที่กองทุนเข้าไปเป็นคู่สัญญามีการจัดทำโดยถูกต้องตามกฎหมาย และมีผลผูกพัน หรือสามารถบังคับได้ตามเงื่อนไขที่กำหนดในสัญญาดังกล่าว

(5) จัดให้มีระบบในการจัดเก็บเอกสารหลักฐานทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการ ดำเนินงานของกองทุน หนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน โครงการจัดการกองทุน หนังสือชี้ชวน รายงานประจำปีของกองทุน งบการเงินและเอกสารประกอบการบันทึกบัญชีของกองทุน และการปฏิบัติตามกฎระเบียบต่าง ๆ ที่มีผลบังคับกับกองทุนและทรัพย์สินที่ลงทุน โดยเก็บรักษา ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวไว้ให้ถูกต้องครบถ้วนและสามารถตรวจสอบได้ภายในระยะเวลาอย่างน้อย 5 ปีนับแต่วันที่มีการจัดทำเอกสารหรือข้อมูลดังกล่าว

(6) จัดทำและเผยแพร่งบการเงิน รายงานประจำปี และข้อมูลอื่นใดเกี่ยวกับกองทุน ให้ถูกต้องครบถ้วนและเผยแพร่ภายในระยะเวลาที่กำหนดในกฎหมาย โครงการจัดการกองทุน รวมทั้งข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กรณีเป็นหน่วยลงทุนที่ซื้อขายใน ตลาดหลักทรัพย์ฯ)

ทั้งนี้ บริษัทจัดการ รวมถึงกรรมการ ผู้บริหาร และผู้จัดการกองทุน ซึ่งมีหน้าที่ เกี่ยวข้องในการจัดทำและเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกองทุน ต้องรับผิดชอบร่วมกันในเนื้อหาข้อมูลที่ ประกาศหรือเผยแพร่ต่อผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนและผู้ลงทุนทั่วไป โดยต้องจัดให้มีระบบการตรวจสอบ ที่ทำให้มั่นใจได้ว่า ข้อมูลที่เปิดเผยในโครงการจัดการกองทุน หนังสือชี้ชวน หนังสือเชิญประชุม ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน เอกสารโฆษณา ประกาศตีพิมพ์ หรือเอกสารเผยแพร่อื่นใดได้รับการตรวจสอบว่า มีความถูกต้อง ครบถ้วน ไม่ขาดข้อมูลสำคัญ และได้ให้ข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนแล้ว รวมทั้งเป็นไปตามกฎหมาย ประกาศ และข้อบังคับที่เกี่ยวข้องแล้ว

(7) คุณดูแลให้ผู้ถือหน่วยลงทุนได้รับข้อมูลที่ถูกต้องครบถ้วนและเพียงพอ ก่อนที่จะใช้สิทธิออกเสียงในการอนุมัติเรื่องต่าง ๆ รวมทั้งได้รับข้อมูลนั้นล่วงหน้าตามระยะเวลาที่กำหนดในโครงการจัดการกองทุนและข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(8) ควบคุมดูแลให้กองทุนมีการปฏิบัติเป็นไปตามกฎหมายหรือแนวทางปฏิบัติ ที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐหรือองค์กรกำกับดูแลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกองทุน รวมทั้งข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กรณีเป็นหน่วยลงทุนที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ)

### **ตัวอย่างการปฏิบัติในบางเรื่องที่สำคัญ**

สำนักงานได้รวบรวมตัวอย่างการปฏิบัติของ REIT Manager ในต่างประเทศ และของบริษัทจัดการไทยในบางเรื่องที่เราเห็นว่าจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจัดการในการนำไปพิจารณาใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติงานของตน ดังนี้

**3.1 การคัดเลือกอสังหาริมทรัพย์ และการทำ due diligence ก่อนซื้อ** อย่างน้อย ต้องคำนึงถึงเรื่องต่อไปนี้

(1) พิจารณาทำเลที่ตั้ง สภาพเศรษฐกิจ และภาวะการแข่งขันของตลาด อสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้นในช่วงที่ผ่านมา ตลอดจนแนวโน้มความต่อเนื่องและความสม่ำเสมอของ รายได้จากอสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้นในอนาคต เช่น

- พิจารณาอัตราพื้นที่ที่ปล่อยเช่าได้ หรืออัตราการเข้าพักกรณีโรงแรม (occupancy rate) ย้อนหลังอย่างน้อย 3 ปี เพื่อประเมินความสามารถในการแข่งขันของ อสังหาริมทรัพย์นั้นเปรียบเทียบกับคู่แข่ง

- พิจารณาอัตราหรือราคาเช่าของอสังหาริมทรัพย์นั้นในช่วงที่ผ่านมา เปรียบเทียบกับคู่แข่ง เพื่อประเมินว่าโอกาสในการสร้างรายได้และเพิ่มผลตอบแทนในอนาคต

- วิเคราะห์ข้อมูลอื่น ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับสภาพตลาดอสังหาริมทรัพย์นั้น เช่น การขยายตัวทางเศรษฐกิจซึ่งจะมีผลต่อ demand และ supply ในตลาด เป็นต้น

(2) มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ ต้องมีขนาดใหญ่เพียงพอที่จะทำให้เกิด economy of scale ในการบริหารจัดการกองทุน

(3) วิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของอสังหาริมทรัพย์นั้น อย่างน้อยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (track record) เช่น มีกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานในอดีต อยู่ในระดับดีและสม่ำเสมอ และในช่วง 2 ปีล่าสุดต้องพิจารณาผลการดำเนินงานในแต่ละเดือน เพื่อประเมินความผันผวนของรายได้ตามฤดูกาล (seasonal effect) เช่น

- วิเคราะห์ค่าใช้จ่ายและกำไรจากการปล่อยเช่าในอดีตว่าอยู่ในระดับสูงกว่าหรือต่ำกว่าหรือใกล้เคียงกับอสังหาริมทรัพย์ประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน<sup>6</sup> เพื่อพิจารณาแนวทางในการควบคุมและปรับปรุงค่าใช้จ่ายเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ดีให้แก่กองทุน

- กรณีเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างขึ้นใหม่และไม่มี track record ให้พิจารณาผลประกอบการของอสังหาริมทรัพย์ประเภทใกล้เคียงที่อยู่ในทำเลที่ตั้งใกล้เคียงกัน และวิเคราะห์ demand และ supply ของอสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้น เพื่อประเมินความเสี่ยงและความผันผวนของรายได้ และความเหมาะสมในการลงทุนระยะยาว

- กรณีอสังหาริมทรัพย์อยู่ในทำเลที่ตั้งซึ่งมีศักยภาพที่จะเพิ่มรายได้ค่าเช่าให้มากขึ้นกว่า track record ที่ผ่านมา (ซึ่งอาจเป็นผลจากความไม่มีประสิทธิภาพของการบริหารจัดการและแผนการตลาด) ประกอบกับอาคารยังอยู่ในสภาพดีสามารถบริหารจัดการประโยชน์ได้โดยไม่จำเป็นต้องลงทุนเพิ่มเติมเป็นจำนวนมาก หากบริษัทจัดการจะลงทุนในอสังหาริมทรัพย์นั้น ต้องมีการกำหนดแผนงานที่ชัดเจนเกี่ยวกับการปรับปรุงการบริหารจัดการหรือแผนการตลาดที่จะทำให้อสังหาริมทรัพย์นั้นจัดหาผลประโยชน์ได้มากขึ้นในอนาคตได้อย่างไร

(4) วิเคราะห์และประเมินผู้เช่าในช่วงที่ผ่านมา เช่น ประวัติการจ่ายชำระค่าเช่า (เช่น จ่ายภายในกำหนดหรือล่าช้า) ระยะเวลาในการหาผู้เช่ารายใหม่เมื่อรายเดิมไม่ต่อสัญญาเช่า การปรับเพิ่มค่าเช่าในช่วงที่ผ่านมาทำได้มากน้อยเพียงใด ประเภทธุรกิจของผู้เช่า เป็นต้น เพื่อระบุความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการปล่อยเช่า และวางแผนป้องกันความเสี่ยง รวมทั้งเปิดเผยเป็นปัจจัยความเสี่ยงไว้ในโครงการจัดการกองทุนและหนังสือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนได้ทราบโดยชัดเจน เช่น

กรณีที่อสังหาริมทรัพย์มีการพึ่งพิงรายได้ค่าเช่าจากลูกค้ากลุ่มใดกลุ่มหนึ่งอย่างมีนัยสำคัญ (เช่น เกินกว่าร้อยละ 30 ของรายได้ค่าเช่าทั้งหมด) บริษัทจัดการต้องพิจารณาแนวโน้มธุรกิจของผู้เช่ารายใหญ่เหล่านี้ เนื่องจากหากสภาพธุรกิจไม่ดี อาจไม่ต่อสัญญาเช่า ซึ่งจะกระทบต่อรายได้ของกองทุนได้ และบริษัทจัดการต้องเปิดเผยเป็นปัจจัยความเสี่ยงไว้ในโครงการจัดการกองทุนและหนังสือชี้ชวน เช่น อสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนจะเข้าไปลงทุนมีการให้เช่าแก่ผู้เช่ากลุ่มหนึ่งในช่วง 3 ปี ที่ผ่านมา คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ xx, xx, xx ของรายได้ค่าเช่าทั้งหมดของอสังหาริมทรัพย์นั้น ซึ่งหากลูกค้ากลุ่มดังกล่าวไม่ต่ออายุสัญญาเช่า จะมีผลกระทบต่อรายได้ของกองทุน เป็นต้น

(5) กรณีที่กองทุนให้เช่าอสังหาริมทรัพย์แก่ผู้เช่าเพียงรายเดียว (เช่น ให้เช่าโรงแรมแก่ผู้เช่ารายเดียว เป็นต้น) ต้องพิจารณาเกี่ยวกับการกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ เพื่อรักษาประโยชน์ของกองทุน เช่น

<sup>6</sup> ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของอสังหาริมทรัพย์ประเภทใกล้เคียง อาจใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่ประกอบธุรกิจลงทุนหรือบริหารอสังหาริมทรัพย์ประเภทใกล้เคียง หรือสอบถามจากผู้ประกอบการทั่วไปในตลาด หรือนายหน้าซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ หรือเปรียบเทียบกับกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทใกล้เคียงทั้งในไทยและต่างประเทศ

- กำหนดให้ผู้เช่าต้องวางหลักประกันการเช่าในจำนวนที่เพียงพอ และหลักประกันการเช่าดังกล่าวต้องเป็นทรัพย์สินที่กองทุนสามารถเรียกบังคับหลักประกันได้ทันที โดยกองทุนไม่ต้องได้รับความยินยอมจากผู้เช่าก่อนที่จะบังคับหลักประกันนั้น

- กรณีที่ทรัพย์สินซึ่งวางเป็นหลักประกันมีข้อกำหนดตามกฎหมายให้ต้องมีการฟ้องบังคับหลักประกันก่อน บริษัทจัดการต้องเปิดเผยความเสี่ยงเกี่ยวกับขั้นตอนระยะเวลาและค่าใช้จ่ายที่ต้องใช้ในการบังคับหลักประกันดังกล่าวให้ผู้ลงทุนได้ทราบโดยชัดเจน

- กำหนดเงื่อนไขในสัญญาเช่าให้ผู้เช่าส่งสาริมทรัพย์จากกองทุนต้องโอนสิทธิในการรับเงินค่าเช่าจากผู้เช่าช่วงหรือผู้เช่าปลายทางให้แก่กองทุนโดยไม่ต้องได้รับความยินยอมจากผู้เช่าก่อนในกรณีที่ผู้เช่าผิดนัดชำระค่าเช่าต่อกองทุน และเพื่อให้การเปลี่ยนผู้รับเงินค่าเช่ากระทำได้โดยสะดวก บริษัทจัดการอาจให้ผู้เช่ากำหนดในสัญญาให้เช่าแก่ผู้เช่าปลายทางไว้ก่อนว่าอาจมีการเปลี่ยนแปลงผู้รับเงินค่าเช่าในภายหลังในกรณีที่ผู้เช่าผิดนัดชำระค่าเช่าแก่กองทุน และบริษัทจัดการต้องติดตามให้มีการดำเนินการแจ้งให้ผู้เช่าปลายทางรับทราบและยินยอมที่จะจ่ายค่าเช่าช่วงให้แก่กองทุนแทนการจ่ายให้แก่ผู้เช่าส่งสาริมทรัพย์จากกองทุนด้วย

- กำหนดรูปแบบการชำระเงินเพื่อป้องกันการผิดนัดชำระเงินค่าเช่าของผู้เช่า (เช่น ผู้เช่าเก็บเงินค่าเช่าจากผู้เช่าช่วงหรือผู้เช่าปลายทางได้ครบ แต่นำเงินนั้นไปใช้เพื่อการอื่นจนเงินหมด ไม่เหลือเงินที่จะนำมาจ่ายชำระเป็นค่าเช่าให้แก่กองทุน เป็นต้น) เช่น กำหนดให้ผู้เช่าปลายทาง ต้องจ่ายชำระเงินค่าเช่าเข้าบัญชีร่วมระหว่างกองทุนกับผู้เช่า ซึ่งมีผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุน และผู้เช่า เป็นผู้มีอำนาจเบิกถอนเงินจากบัญชีดังกล่าว ทั้งนี้ ผู้เช่าส่งสาริมทรัพย์จากกองทุนหรือ property manager ที่ได้รับว่าจ้างจากผู้เช่า ยังคงมีหน้าที่ในการติดตามเรียกเก็บค่าเช่าจัดทำใบสรุปค่าเช่าที่ได้รับ และออกใบเสร็จรับเงินค่าเช่าให้แก่ผู้เช่าปลายทาง

- กำหนดเงื่อนไขให้กองทุนสามารถบอกเลิกสัญญาเช่ากับผู้เช่ารายเดียนั้นได้ในกรณีที่ผู้เช่าไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขของสัญญาเช่าโดยเคร่งครัด เช่น ไม่ชำระค่าเช่าเต็มจำนวนภายในกำหนดเวลาตามสัญญา ไม่บำรุงรักษาทรัพย์สินให้อยู่ในสภาพดี เป็นต้น

(6) จัดให้มีการตรวจสอบความแข็งแรงของอาคารสิ่งปลูกสร้าง และสภาพของทรัพย์สินภายในอาคารสิ่งปลูกสร้าง เพื่อให้มั่นใจได้ว่าอยู่ในสภาพดีพร้อมจัดหาผลประโยชน์ได้ทันที ตรวจสอบประวัติการซ่อมแซมหรือต่อเติมอาคารสิ่งปลูกสร้างว่ากระทำได้ โดยถูกต้องตามหลักวิศวกรรม ตรวจสอบประวัติการตรวจเช็คและซ่อมบำรุงของสาธารณูปโภคและอุปกรณ์ต่าง ๆ ภายในอาคารว่ามีการดำเนินการโดยครบถ้วนตามรอบระยะเวลาที่เหมาะสม เพื่อให้สามารถใช้ประโยชน์ได้เป็นระยะเวลานาน

กรณีเป็นอาคารเก่าไม่ทันสมัยทำให้ไม่สามารถแข่งขันกับตลาดในบริเวณใกล้เคียง หรือเป็นอาคารที่ก่อสร้างมานานและอยู่ในสภาพทรุดโทรมหรือใกล้ถึงรอบที่ต้องปรับปรุงซ่อมแซมในระยะเวลาอันใกล้ หากจะให้กองทุนซื้อส่งสาริมทรัพย์นั้น บริษัทจัดการต้องคำนึงถึงค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมปรับปรุงที่จำเป็นต้องเกิดขึ้น เพื่อนำไปหักออกจากราคาซื้อ (หากราคาซื้อ

อ้างอิงจากราคาประเมิน โดยที่ผู้ประเมินกำหนดสมมติฐานเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซม น้อยเกินไป) รวมทั้งต้องเปิดเผยในโครงการจัดการกองทุนและหนังสือชี้ชวนให้ชัดเจนเกี่ยวกับ ความเสี่ยงจากสถานะการแข่งขัน (อันเป็นผลจากอาคารเก่า) ความเพียงพอของสภาพคล่องของ กองทุนที่จะรองรับค่าใช้จ่ายและเวลาที่ต้องใช้ในการซ่อมบำรุงภายหลังการซื้อทรัพย์สิน ซึ่งจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของกองทุน

(7) ตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎหมายเกี่ยวกับการควบคุมอาคารสิ่งปลูกสร้าง เช่น ตรวจสอบว่ามีเอกสารหลักฐานซึ่งบ่งชี้ว่ามีการก่อสร้างถูกต้องตามมาตรฐานความปลอดภัย ที่ยอมรับกันทั่วไปหรือไม่ การซ่อมแซมหรือต่อเติมตัดแปลงสิ่งปลูกสร้างที่ผ่านมามีการปฏิบัติ เป็นไปตามมาตรฐานความปลอดภัยที่หน่วยงานทางการกำหนดหรือไม่ กรณีมีเหตุแผ่นดินไหว ในพื้นที่บริเวณนั้นหรืออาคารสิ่งปลูกสร้างเคยมีเหตุเพลิงไหม้ ต้องตรวจสอบเป็นพิเศษในเรื่อง ความแข็งแรงของโครงสร้างอาคาร ระบบสาธารณูปโภคภายในอาคาร (เช่น ระบบป้องกันอัคคีภัย ทางหนีไฟ ลิฟท์ บันไดเลื่อน ระบบปรับอากาศภายในอาคาร เป็นต้น) ได้รับการตรวจเช็คและ ซ่อมบำรุงตามรอบระยะเวลาที่เหมาะสมหรือไม่

ทั้งนี้ ภายหลังการซื้อสังหาริมทรัพย์ บริษัทจัดการยังคงต้องจัดให้มีการตรวจสอบเป็นประจำทุกปีเพื่อให้มั่นใจว่าอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนได้ลงทุน มีการปฏิบัติ โดยถูกต้องครบถ้วนตามข้อกำหนดต่าง ๆ ในกฎหมายควบคุมอาคารสิ่งปลูกสร้างด้วย

(8) ตรวจสอบการปฏิบัติตามกฎหมายเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม เช่น ตรวจสอบว่า อาคารสิ่งปลูกสร้างประเภทที่กองทุนจะไปลงทุนนั้น กฎหมายกำหนดให้ต้องมีการจัดทำรายงาน วิเคราะห์ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเสนอต่อหน่วยงานทางการก่อนที่จะก่อสร้างหรือไม่ และปัจจุบัน ได้มีการปฏิบัติแล้วหรือไม่ เป็นต้น

(9) ตรวจสอบกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ สิ่งปลูกสร้าง หรือทรัพย์สินใด ๆ บนอสังหาริมทรัพย์นั้นว่าผู้ขายอสังหาริมทรัพย์ให้กองทุน เป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์โดยถูกต้องตาม กฎหมาย และเอกสารต่าง ๆ ที่ใช้ในการจดทะเบียนการโอนและรับโอน หรือเอกสารให้ความยินยอม ในการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์นั้นมีการจัดทำโดยถูกต้องตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

(10) ตรวจสอบขอบเขตของที่ดินที่จะซื้อหรือเช่าที่มีการรังวัดที่ดินเพื่อทำ หมุดแบ่งเขตที่ดิน โดยชัดเจน เพื่อป้องกันปัญหาการรุกล้ำพื้นที่ หรือปัญหาได้รับมอบที่ดิน ไม่ครบถ้วนตามโฉนดที่ดิน

(11) ตรวจสอบว่าอสังหาริมทรัพย์ไม่ได้ติดภาระผูกพันตามกฎหมายหรือสัญญา หรือมีข้อพิพาทใด ๆ ที่จะบ่งชี้ข้อจำกัดในการจัดหาผลประโยชน์ในระยะต่อไป เช่น

- หากหน่วยงานรัฐไม่ต่อสัญญาเช่าที่ดินให้แก่เจ้าของสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์ที่จะขายให้แก่กองทุน จะทำให้การจัดหาผลประโยชน์บนสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์นั้นต้องสิ้นสุด หรือต้องเปลี่ยนแปลงรูปแบบการจัดหาผลประโยชน์ใหม่เป็นแบบอื่น

- มีข้อร้องเรียนจากผู้เช่าหรือผู้พักอาศัยในบริเวณใกล้เคียง ซึ่งจะมีผลต่อการปล่อยเช่าพื้นที่ของกองทุนในระยะต่อไป เป็นต้น

(12) ตรวจสอบว่าอสังหาริมทรัพย์ที่จะซื้อนั้นมีทางเข้าออกหรือไม่ หากไม่มี และต้องใช้ทางเข้าออกซึ่งเป็นของบุคคลอื่น บริษัทจัดการต้องจัดให้มีการจดทะเบียนภาระจำยอมในการใช้ทางเข้าออกของบุคคลอื่นให้แก่กองทุน

ในกรณีที่บริษัทจัดการได้รับข้อมูลว่าทางเข้าออกเป็นที่สาธารณะ บริษัทจัดการต้องตรวจสอบว่าทางเข้าออกนั้นเป็นที่สาธารณะจริงตามที่ได้รับแจ้งด้วย

(13) พิจารณาความเหมาะสมของราคาซื้อหรือราคาสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ โดยต้องเป็นราคาที่ให้ผลตอบแทนคุ้มค่ากับการลงทุนในระยะยาว และสอดคล้องกับเงื่อนไขการจัดหาผลประโยชน์ที่ตกลงกันไว้กับ sponsor รวมทั้งต้องคำนึงถึงภาระค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่กองทุนจะต้องรับผิดชอบภายหลังการซื้อ (เช่น ค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมปรับปรุงอาคารเนื่องจากทรุดโทรมมากจนกระทบต่อการจัดหาประโยชน์ภายหลังจากที่ซื้อมา หรือค่าใช้จ่ายในการรื้อถอนสิ่งปลูกสร้างเมื่อครบอายุสัญญาเช่า leasehold) และกำหนด discount rate ในการคิดลดมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้สุทธิในอนาคต ให้เหมาะสมกับความเสี่ยงของความผันผวนของรายได้ค่าเช่าในอนาคต

(14) จัดทำข้อตกลงที่ชัดเจนเกี่ยวกับรูปแบบการจัดหาและแบ่งผลประโยชน์ระหว่างกองทุนกับผู้เช่า (ถ้ามี) และการเรียกเก็บค่าใช้จ่ายจากกองทุน โดยคำนึงถึงประโยชน์ของกองทุนเป็นสำคัญ และบริษัทจัดการต้องแจ้งข้อมูลเกี่ยวกับภาระผูกพันของอสังหาริมทรัพย์ที่มีอยู่กับผู้เช่าตามสัญญาเช่าเดิมให้ผู้ประเมินได้รับทราบเพื่อนำไปใช้ในการกำหนดราคาประเมินที่ยุติธรรมสำหรับอสังหาริมทรัพย์นั้น

(15) กรณีที่กองทุนมีการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (leasehold) ต้องพิจารณาเกี่ยวกับการกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ เพื่อรักษาประโยชน์ของกองทุน เช่น

- สัญญาเช่าไม่มีเงื่อนไขที่ทำให้กองทุนมีหน้าที่มากกว่าหน้าที่อันเป็นปกติที่ผู้เช่าต้องกระทำ

- ไม่มีการกำหนดเงื่อนไขที่ "ผู้ให้เช่า" สามารถยกเลิกสัญญาเช่าแก่กองทุนได้โดยทันทีแม้ว่ากองทุนจะมีได้กระทำผิดเงื่อนไขใด ๆ ในสัญญา

- มีเงื่อนไขที่ให้สิทธิแก่กองทุนในการบอกเลิกสัญญาเช่ากับผู้ให้เช่าได้ทันทีในกรณีที่ผู้ให้เช่ากระทำผิดเงื่อนไขของสัญญาเช่า

- มีการกำหนดรายละเอียดเงื่อนไขและสิทธิของกองทุนในการต่ออายุสัญญาเช่า

- มีการกำหนดเงื่อนไขและสิทธิของกองทุนที่จะซื้ออสังหาริมทรัพย์ที่เช่า นั้นได้ก่อนเป็นลำดับแรกในราคาไม่สูงไปกว่าราคาที่มีบุคคลอื่นเสนอซื้อ หากผู้ให้เช่าประสงค์จะขายอสังหาริมทรัพย์นั้น

- มีการกำหนดเงื่อนไขและสิทธิของกองทุนในการขายสิทธิการเช่า (เช่น หากในระยะต่อมา อสังหาริมทรัพย์นั้นมีราคาเพิ่มขึ้น และกองทุนได้กำไรจากการขาย สูงกว่ากำไรจากการปล่อยเช่า กองทุนก็มีทางเลือกในการขายได้ เป็นต้น)

(16) ตรวจสอบภาระภาษีหรือค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต่าง ๆ บนอสังหาริมทรัพย์นั้น และกำหนดให้ชัดเจนว่าเป็นความรับผิดชอบของกองทุนหรือ sponsor

(17) พิจารณากำหนดมาตรการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้น เช่น sponsor มีธุรกิจที่แข่งขันกับกองทุนในบริเวณพื้นที่ใกล้เคียงกัน เป็นต้น

อนึ่ง ก่อนจะจ่ายเงินเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ให้กองทุน บริษัทจัดการ ต้องตรวจสอบให้มั่นใจว่ากองทุนได้รับโอนกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ (กรณี freehold) หรือ ได้จดทะเบียนสิทธิการเช่า (กรณี leasehold) รวมทั้งได้รับมอบทรัพย์สินที่วางเป็นหลักประกัน แก่กองทุน หนังสือค้ำประกันและหรือสัญญาค้ำประกัน ตลอดจนการจดทะเบียนต่าง ๆ บนอสังหาริมทรัพย์เพื่อประโยชน์ในการจัดหาผลประโยชน์ของกองทุน โดยครบถ้วนถูกต้องตามกฎหมายและตรงตามข้อมูลที่เปิดเผยต่อผู้ลงทุนแล้ว และในกรณีที่อสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนได้รับ มอบนั้น มีส่วนที่เป็นอาคารสิ่งปลูกสร้าง เฟอร์นิเจอร์ และหรืออุปกรณ์เครื่องใช้ต่าง ๆ บริษัทจัดการ ต้องจัดให้มีการจัดทำทะเบียนทรัพย์สินละเอียด เพื่อประโยชน์ในการตรวจตราความถูกต้องครบถ้วน และความมีอยู่จริงของทรัพย์สินแต่ละรายการที่กองทุนได้รับมอบในครั้งแรก รวมทั้ง จัดส่งทะเบียนทรัพย์สินดังกล่าวให้แก่ผู้ดูแลผลประโยชน์เพื่อใช้ในการสอบทานการปฏิบัติงานของ บริษัทจัดการ

### 3.2 การควบคุมและบริหารผลตอบแทนของกองทุน

ในการบริหารจัดการกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจัดการมีหน้าที่ ควบคุมดูแลและบริหารรายรับรายจ่ายของกองทุนเพื่อให้ผลตอบแทนของกองทุนเป็นไปตาม เป้าหมายที่กำหนดไว้ ในกรณีที่บริษัทจัดการมอบหมายงานบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ให้แก่ property manager ที่เป็นบุคคลภายนอกบริษัทจัดการ บริษัทจัดการยังคงต้องกำกับดูแลการ ปฏิบัติงานของ property manager เพื่อรักษาประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ลงทุน เช่น

(1) บริษัทจัดการต้องมีส่วนร่วมในการจัดทำหรือเป็นผู้พิจารณาอนุมัติแผน งบประมาณประจำปีของ property manager ซึ่งแสดงรายละเอียดของรายรับและรายจ่ายที่เกิดขึ้น ก่อนข้างแน่นอนในแต่ละเดือน เพื่อหลีกเลี่ยงรายจ่ายที่ไม่พึงประสงค์ และไม่มองข้ามรายจ่ายจำเป็น ที่ต้องเกิดขึ้นอย่างแน่นอนในแต่ละเดือน กำหนดเป้าหมายการจัดการรายได้ในแต่ละเดือนและแต่ละ ปี รวมทั้งติดตามควบคุมดูแลให้รายรับและรายจ่ายเป็นไปตามแผนงบประมาณที่ได้วางไว้ เช่น

- พยายามกระจายรายจ่ายก้อนใหญ่ให้ทยอยจ่ายในหลาย ๆ เดือน เพื่อ ไม่ให้เกิดภาวะวิกฤตด้านกระแสเงินสดในเดือนใดเดือนหนึ่ง



- พยายามกระจายค่าใช้จ่ายในการปล่อยเช่า (leasing cost) ให้อยู่ในหลาย ๆ เดือน โดยควบคุมสัญญาเช่าที่ครบกำหนดในแต่ละปีไม่ให้มีจำนวนสูงเกินไป เพื่อไม่ให้กองทุนต้องมีภาระค่าใช้จ่ายในการจัดหาผู้เช่ารายใหม่ในปีนั้นสูง หรืออาจประสบปัญหาหารายได้ลดลง เนื่องจากหาผู้เช่าไม่ได้ เป็นต้น ทั้งนี้ หากไม่สามารถกระจาย leasing cost ได้ บริษัทจัดการต้องประเมินสถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้นและวางแผนเกี่ยวกับกระแสเงินสดด้วยความรอบคอบ เพื่อให้กระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทุนน้อยที่สุด รวมทั้งเปิดเผยความเสี่ยงเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าว และแนวทางป้องกันให้ผู้ลงทุนได้ทราบโดยชัดเจน

- ควบคุมดูแลการใช้จ่ายของ property manager เพื่อให้มั่นใจว่ารายจ่ายที่เกิดขึ้นเป็นไปตามข้อกำหนดของโครงการและไม่มีค่าใช้จ่ายที่มากเกินไป (overpaid) เช่น property manager ไม่คิดตามให้ผู้เช่าที่ทำให้ห้องพักเสียหาย จ่ายเงินเพื่อซ่อมแซมอุปกรณ์ตามที่สัญญาเช่ากำหนด ทำให้กองทุนต้องจ่ายเงินในการซ่อมแซมเอง เป็นต้น

ทั้งนี้ บริษัทจัดการอาจควบคุมค่าใช้จ่ายดังกล่าวในลักษณะ pre-approve หรือ post-audit ก็ได้ขึ้นอยู่กับความมีนัยสำคัญของขนาดรายการ

- ติดตามบริหารสัญญาเช่าที่จะครบกำหนดในแต่ละเดือน เพื่อให้กระแสรายรับของกองทุนเป็นไปโดยสม่ำเสมอ โดยวางแผนการจัดหาผู้เช่ารายใหม่เพื่อรองรับความเสี่ยงที่ผู้เช่ารายเดิมจะไม่ต่อสัญญาเช่า

- วางแผนการจ่ายผลตอบแทนให้ผู้ถือหน่วยลงทุนให้สอดคล้องกับกระแสเงินสดสุทธิของกองทุน

(2) บริษัทจัดการต้องกำหนดเงื่อนไขที่มุ่งใจให้ property manager พยายามเพิ่มมูลค่าและผลตอบแทน (yield) ให้แก่กองทุน รวมทั้งลดความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุน ตัวอย่างเช่น กำหนดเงื่อนไขให้ property manager

- เพิ่มรายได้และกำไรจากการปล่อยเช่าให้ได้มากที่สุด เช่น กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์โดยอิงกับรายได้หรือกำไรจากการดำเนินงาน หรือกระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน

- ทบทวนอัตราค่าเช่าที่คิดกับผู้เช่าว่ายังมีความเหมาะสมหรือไม่ โดยเปรียบเทียบกับภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า เพื่อกำหนดเงื่อนไขหรือระยะเวลาการให้เช่าและอัตราค่าเช่าที่ให้ประโยชน์แก่กองทุนสูงสุดภายใต้สถานการณ์ในขณะนั้น

- ติดตามและเรียกเก็บเงินจากผู้เช่าให้ครบถ้วนภายในระยะเวลาที่กำหนดในสัญญาเช่า

- ดูแลให้บริการแก่ผู้เช่าด้วยบริการที่ดีและด้วยค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (operating cost) ที่เหมาะสม

- ดูแลและรักษาสภาพอสังหาริมทรัพย์ให้อยู่ในสภาพดีและใช้จัดหาประโยชน์ได้ รวมทั้งมีลักษณะเป็นไปตามกฎหมายและมาตรฐานควบคุมงานอาคาร ที่จอดรถ ทางเข้าออก การบำบัดน้ำเสียน้ำทิ้ง การรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อม ระบบการรักษาความปลอดภัยของอาคาร การอนุรักษ์พลังงาน ตลอดจนข้อกำหนดของโครงการจัดการกองทุน โดยครบถ้วน

(3) บริษัทจัดการต้องมีส่วนร่วมในการพิจารณาหรือทบทวนการวางแผนกลยุทธ์ของ property manager เพื่อให้สามารถเพิ่มการหารายได้ และลดความเสี่ยงจากความผันผวนของรายได้ค่าเช่าให้แก่กองทุน รวมทั้งควบคุมดูแลให้ property manager ดำเนินการให้เป็นไปตามกลยุทธ์ที่วางไว้

(4) บริษัทจัดการต้องมีส่วนร่วมในการพิจารณาหรือทบทวนแนวทางการคัดเลือกผู้เช่ารายใหญ่ (เช่น กองทุนมีรายได้ค่าเช่าจากผู้เช่ารายเดียวหรือหลายรายซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มหรือเครือเดียวกันเกินกว่าร้อยละ 30 ของรายได้รวมของกองทุน เป็นต้น) หรือมีส่วนร่วมในการวางแผนการจัดสัดส่วนประเภทธุรกิจของผู้เช่า (tenant mix) ของ property manager เพื่อจำกัดและควบคุมความเสี่ยงหรือความผันผวนของรายได้ค่าเช่าในแต่ละปี เช่น

- กำหนดเป้าหมายการจัดหาผู้เช่าระยะยาวและผู้เช่าระยะสั้นในแต่ละปี และเป้าหมายการจัดหาผู้เช่าในแต่ละประเภทธุรกิจ

- มีระบบในการติดตามฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้เช่ารายใหญ่ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปอาจมีผลต่อผู้เช่าในบางประเภทธุรกิจซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของกองทุน

- ในกรณีที่รายได้ของกองทุนพึ่งพิงผู้เช่ารายใดรายหนึ่งหรือกลุ่มธุรกิจใดในสัดส่วนที่เป็นสาระสำคัญ เช่นเกินร้อยละ 30 ของรายได้รวมในแต่ละปี บริษัทจัดการต้องติดตามอย่างใกล้ชิด โดยเมื่อใกล้ถึงปีที่จะครบกำหนดสัญญาเช่า ต้องมีการติดตามความคืบหน้าของการต่ออายุสัญญาเช่าและเตรียมมาตรการรองรับหากผู้เช่ารายใหญ่ไม่ต่อสัญญาเช่า รวมทั้งเปิดเผยความเสี่ยงในเรื่องดังกล่าวและแนวทางแก้ไขให้ผู้ลงทุนได้ทราบโดยชัดเจน เป็นต้น

(5) บริษัทจัดการต้องเข้าไปทบทวนหรืออาจมีส่วนในการกำหนดนโยบายค่าเช่าเพื่อให้อัตราค่าเช่าเป็นไปในอัตราที่เหมาะสมตามสถานะตลาดให้เช่าในขณะนั้น

(6) บริษัทจัดการต้องเข้าไปตรวจสอบระบบในการควบคุมดูแลค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาหรือซ่อมแซมอุปกรณ์หรืออาคาร (เช่น ค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมลิฟท์ ระบบป้องกันอัคคีภัย หรือทาสีอาคาร เป็นต้น) เพื่อประเมินความเหมาะสมของการซ่อมแซมหรือการเปลี่ยนทดแทน เพื่อให้มั่นใจได้ว่าค่าใช้จ่ายดังกล่าวไม่สูญเปล่า และก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกองทุน โดยแท้จริง ทั้งนี้ บริษัทจัดการอาจควบคุมค่าใช้จ่ายดังกล่าวในลักษณะ pre-approve หรือ post-audit ก็ได้ขึ้นอยู่กับความมีนัยสำคัญของขนาดรายการ

(7) บริษัทจัดการต้องประเมินความเหมาะสมของระบบการควบคุมเกี่ยวกับการจัดซื้อจัดจ้างของ property manager เพื่อให้มั่นใจได้ว่ากองทุนได้รับสินค้าหรือบริการที่คุ้มค่างบเงินที่จ่ายไป

(8) บริษัทจัดการต้องติดตามและควบคุมการจัดเก็บรายได้ของ property manager เพื่อให้มั่นใจว่ากองทุนได้รับค่าเช่าโดยครบถ้วน โดยวิธีการติดตามและควบคุม เช่น

- กำหนดให้ผู้เช่าปลายทาง จ่ายเงินค่าเช่าเข้าบัญชีเงินฝากของกองทุน ซึ่งมีผู้ดูแลผลประโยชน์เป็นผู้ดูแลรักษาบัญชีดังกล่าว หรือกำหนดให้ property manager ต้องนำเงินค่าเช่าที่ตนได้รับจากผู้เช่าปลายทางนำฝากเข้าบัญชีเงินฝากของกองทุน และบริษัทจัดการต้องจัดทำประมาณการรายได้ค่าเช่าตามสัญญาเช่ากับผู้เช่าปลายทาง เพื่อเปรียบเทียบกับค่าเช่าที่ได้รับจริงในบัญชีเงินฝากของกองทุน หากพบว่าแตกต่าง ต้องรีบตรวจสอบหาสาเหตุโดยเร็ว

- กำหนดให้ property manager ต้องโอนเงินสดคงเหลือเข้าบัญชีเงินฝากของกองทุนเป็นประจำทุกสิ้นเดือน และกำหนดให้ทุกสิ้นเดือน property manager ต้องกระทบยอดรายการ (reconcile) ระหว่าง เงินสดรับจ่ายในสมุดบัญชี และที่เกิดขึ้นจริงระหว่างเดือน

- กำหนดให้ property manager ต้องจัดทำรายงานผู้เช่าที่ค้างชำระค่าเช่าเป็นรายเดือนหรือรายไตรมาส เพื่อประโยชน์ในการติดตามหนี้ การบอกเลิกสัญญาเช่า และการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสำหรับลูกหนี้ค้างชำระรายดังกล่าว

(9) ในกรณีที่สัญญาเช่ากำหนดให้ผู้เช่าอสังหาริมทรัพย์จากกองทุนมีหน้าที่จ่ายชำระค่าภาษีต่าง ๆ หรือค่าเบี้ยประกันภัย แทนกองทุน บริษัทจัดการต้องกำหนดให้ property manager มีหน้าที่ติดตามและควบคุมดูแลให้ผู้เช่าจ่ายชำระให้ครบถ้วนถูกต้องตามที่กฎหมายกำหนด โดยกำหนดให้ property manager ต้องจัดทำรายงานการค้างชำระค่าภาษีและค่าเบี้ยประกันภัยของผู้เช่า เป็นรายปีหรือรายเดือนหรือรายไตรมาส (ขึ้นอยู่กับรอบการชำระ) เพื่อประโยชน์ในการติดตามให้ผู้เช่าจ่ายชำระให้ครบถ้วน โดยเร็ว (มิฉะนั้น กองทุนอาจต้องจ่ายชำระเอง เพื่อไม่ให้กองทุนเข้าข่ายกระทำผิดกฎหมายว่าด้วยภาษีหรือฝ่าฝืนข้อกำหนดของกองทุนเกี่ยวกับการทำประกันวินาศภัย) และบริษัทจัดการต้องพิจารณาความจำเป็นในการบอกเลิกสัญญาเช่าหรือปรับเปลี่ยนเงื่อนไขการเช่าหรืออัตราค่าเช่าสำหรับผู้เช่ารายนี้ในระยะต่อไป

(10) บริษัทจัดการต้องวิเคราะห์ความผิดปกติในการบริหารจัดการของ property manager เช่น วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรายได้และรายจ่ายในแต่ละเดือนว่าผิดปกติไปจากเดิมหรือไม่ (เช่น ผู้เช่าลดลง แต่ค่าไฟเพิ่มขึ้น) หรือ property manager หรือ service provider (เช่น ผู้รับจ้างจัดหาพนักงานให้แก่กองทุน) มีการขอเบิกค่าใช้จ่ายซึ่งไม่เป็นไปตามแผนงบประมาณที่วางไว้โดยไม่มีเหตุผลอันสมควรหรือไม่ เป็นต้น รวมทั้งบริษัทจัดการอาจเข้าไปสุ่มตรวจการดำเนินงานของ property manager หรือ service provider ต่าง ๆ ที่ทำงานให้แก่กองทุน โดยไม่แจ้งให้ทราบล่วงหน้า ซึ่งอาจทำให้พบความผิดปกติในการดำเนินธุรกิจได้

(11) ในกรณีที่กองทุนให้เช่าอสังหาริมทรัพย์แก่ผู้เช่ารายเดียว โดยผู้เช่ารายนั้น นำอสังหาริมทรัพย์ที่เช่าจากกองทุนไปจัดหาผลประโยชน์ โดยผู้เช่ามีการว่าจ้าง property manager จากภายนอกเข้ามาบริหารอสังหาริมทรัพย์นั้น บริษัทจัดการต้องมีระบบในการติดตามควบคุม เพื่อให้มั่นใจว่า ผู้เช่าได้ทำหน้าที่ในการควบคุมและตรวจสอบการปฏิบัติงานของ property manager อย่างเพียงพอและเหมาะสม เพื่อป้องกันการรั่วไหลของรายได้หรือมีการใช้จ่ายที่เกินความจำเป็น รวมทั้งมีการดูแลและซ่อมบำรุงรักษาทรัพย์สินของกองทุนเพื่อให้สามารถใช้จัดหาผลประโยชน์ ได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว

### 3.3 การคัดเลือกและประเมินระบบการควบคุมภายในของ property manager

ในกรณีที่บริษัทจัดการจะว่าจ้าง property manager จากภายนอกให้เป็น ผู้บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ที่กองทุนเข้าไปลงทุน (เช่น ดูแลด้านการขาย การตลาด และการบริหารงานประจำวันบนอสังหาริมทรัพย์นั้น เป็นต้น) บริษัทจัดการต้องจัดให้มีการดำเนินการ อย่างน้อยในเรื่องต่อไปนี้

(1) มีการประเมินและวิเคราะห์ประสิทธิภาพ ชื่อเสียง และผลงานในอดีต ของ property manager แต่ละราย เช่น ความสามารถในการจัดหาผู้เช่า การติดตามหนี้ การบำรุง รักษาทรัพย์สินภายในอาคาร ระบบการบริหารจัดการพื้นที่ให้เช่า การดูแลให้บริการแก่ผู้เช่า ระบบควบคุมภายในเพื่อป้องกันการรั่วไหลของรายได้และควบคุมการเบิกค่าใช้จ่ายให้รัดกุม เป็นต้น

(2) มีการพิจารณาความเหมาะสมของอัตราค่าตอบแทนของ property manager ซึ่งต้องกำหนดตามระดับความสามารถในการปฏิบัติงาน เพื่อสร้างแรงจูงใจให้ property manager พยายามเพิ่มรายได้ให้แก่กองทุน เช่น ผลตอบแทนของ property manager ขึ้นอยู่กับรายได้ค่าเช่า ที่เรียกเก็บได้จริงหรือกำไรสุทธิจากการปล่อยเช่าอสังหาริมทรัพย์นั้น เป็นต้น

(3) จัดให้มีกลไกที่ทำให้กองทุนสามารถปรับเปลี่ยน property manager ได้ ในกรณีที่ property manager ไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไข หรือมีผลการบริหารจัดการไม่เป็นที่น่าพอใจ

(4) จัดให้มีระบบในการติดตามตรวจสอบและประเมินระบบการควบคุมภายในของ property manager โดยสม่ำเสมอเพื่อให้มั่นใจว่าระบบควบคุมภายในยังคงมีประสิทธิภาพและสามารถ ป้องกันการทุจริตหรือทำให้ตรวจพบการทุจริตหรือการปฏิบัติที่ไม่เป็นไปตามระบบได้โดยง่าย เช่น กำหนดให้ผู้สอบบัญชีของ property manager ต้องประเมินระบบการควบคุมภายในของ property manager ในระหว่างการสอบบัญชี และให้รายงานจุดอ่อนหรือข้อบกพร่องในระบบการควบคุมภายใน ให้บริษัทจัดการทราบ เป็นต้น

ทั้งนี้ บริษัทจัดการอาจพิจารณากำหนดในสัญญาว่าจ้างให้ property manager ต้องรับผิดชอบในความเสียหายที่เกิดขึ้นกับผลประโยชน์ของกองทุนอันเนื่องมาจากความประมาทเลินเล่อ ของ property manager ในระบบการควบคุมทำให้เกิดการทุจริตได้โดยง่าย

(5) ในกรณีที่บริษัทจัดการพบว่า property manager มีการกระทำการหรือละเว้นการกระทำการอันเป็นเหตุให้ขาดความน่าเชื่อถือในการปฏิบัติหน้าที่ตามสัญญาว่าจ้าง บริษัทจัดการต้องดำเนินการให้มีการบอกเลิกสัญญาว่าจ้าง property manager รายนั้น เพื่อที่บริษัทจัดการจะสามารถเข้าไปดำเนินงานแทน หรือคัดเลือก property manager ใหม่ เพื่อทดแทนรายเดิม

อนึ่ง ในกรณีที่บริษัทจัดการปล่อยเช่าอสังหาริมทรัพย์ของกองทุนให้แก่ผู้เช่ารายเดียว (เช่น ปล่อยเช่าโรงแรมให้ผู้เช่ารายเดียว โดยกองทุนได้รับค่าตอบแทนทั้งหมดหรือบางส่วนในรูปส่วนแบ่งกำไร (profit sharing) เป็นต้น) บริษัทจัดการต้องมีระบบในการคัดเลือกและติดตามตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้เช่ารายเดี่ยวนี้อันลักษณะเดียวกับการว่าจ้าง property manager ข้างต้นด้วย ทั้งนี้ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผู้เช่ารายเดี่ยวนี้อาจจะสามารถจ่ายค่าเช่าให้แก่กองทุนได้ครบถ้วนตามเงื่อนไขของสัญญาเช่าและไม่มีการรั่วไหลของรายได้ที่อาจทำให้กองทุนไม่ได้รับผลตอบแทนอย่างเต็มที่ตามที่กองทุนพึงได้รับ

#### **ตัวอย่างระบบควบคุมภายในที่ property manager จำเป็นต้องมี เช่น**

- (1) มีการจัดทำคู่มือและขั้นตอนการปฏิบัติงาน รวมทั้งจัดฝึกอบรมพนักงานให้เข้าใจและปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างเหมาะสม
- (2) มีการแบ่งแยกหน้าที่งานโดยไม่ให้บุคคลเดียวทำงานสำคัญตั้งแต่ต้นจนจบ โดยงานสำคัญที่ต้องมีการแบ่งแยกหน้าที่ เช่น งานจัดซื้อ งานรับมอบสินค้าหรือบริการ งานบัญชี งานควบคุมจัดเก็บทรัพย์สิน และงานตรวจนับทรัพย์สิน เป็นต้น ต้องมอบหมายให้บุคคลหนึ่งเป็นผู้จัดทำและอีกบุคคลเป็นผู้สอบทาน นอกจากนี้ ต้องมีบุคคลอื่นเป็นผู้ตรวจสอบการทำงานของผู้จัดทำและผู้สอบทานด้วย เพื่อให้เป็นระบบที่มีการตรวจสอบและถ่วงดุลซึ่งจะช่วยป้องกันมิให้เกิดข้อผิดพลาดหรือทุจริตได้ระดับหนึ่ง
- (3) มีการติดตามควบคุมและตรวจสอบการปฏิบัติงานของพนักงาน เพื่อป้องกันการปฏิบัติงานผิดพลาดหรือไม่เป็นไปตามระบบการควบคุมที่วางไว้
- (4) มีการบันทึกรายการและธุรกรรมต่าง ๆ รวมทั้งจัดเก็บเอกสารประกอบการทำรายการไว้โดยครบถ้วนเพื่อประโยชน์ในการตรวจสอบภายหลัง และป้องกันข้อผิดพลาดหรือการทุจริตที่อาจเกิดขึ้น
- (5) มีระบบในการควบคุมดูแลการรับจ่ายเงินที่รอบคอบรัดกุม สามารถป้องกันการรั่วไหลหรือการกระทำทุจริตได้อย่างมีประสิทธิภาพ
- (6) มีระบบการควบคุมเพื่อป้องกันการเบิกค่าใช้จ่ายซ้ำซ้อน และการเบิกจ่ายในลักษณะทุจริต รวมทั้งพิจารณาเอกสารหลักฐานและความสมเหตุสมผลในการเบิกจ่ายค่าใช้จ่ายให้เป็นไปตามที่โครงการกำหนด

(7) มีระบบ run การออกเลขที่ล่วงหน้า (pre-number document) สำหรับการทำรายการต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับทรัพย์สินหรือรายรับรายจ่าย เช่น ใบสั่งซื้อ ใบเสร็จรับเงิน ใบแจ้งหนี้ ใบรับสินค้าหรือบริการ เป็นต้น เพื่อป้องกันการทำการรายการที่เล็งชั้นตอนการตรวจสอบและควบคุมที่กำหนดไว้ (เช่น รับเงินแต่ไม่ออกใบเสร็จรับเงิน หรือออกใบเสร็จรับเงินปลอมให้ลูกค้า เป็นต้น)

(8) มีระบบควบคุมและรักษาความปลอดภัยของข้อมูลในระบบคอมพิวเตอร์ ที่จัดเก็บข้อมูลรายได้และรายจ่ายของกองทุน โดยสามารถตรวจสอบย้อนหลังได้ว่ามีบุคคลใดเข้าถึงข้อมูลดังกล่าว

(9) ทรัพย์สินที่มีมูลค่าสูง ต้องจัดเก็บในพื้นที่ปลอดภัย และจำกัดผู้เข้าไปในพื้นที่นั้น โดยการเข้าไปในพื้นที่นั้นต้องได้รับอนุญาตจากผู้บริหาร และอาจใช้ระบบกล้องวงจรปิดในการเฝ้าระวังทรัพย์สิน

#### (10) การควบคุมดูแลทรัพย์สิน

- มีการจัดทำทะเบียนทรัพย์สิน ซึ่งระบุข้อมูล เช่น ลักษณะโดยสังเขปของทรัพย์สิน (เช่น ยี่ห้อ ขนาด เป็นต้น) หมายเลขหรือ label ที่ติดบนทรัพย์สิน<sup>7</sup> สถานที่จัดตั้งหรือจัดเก็บทรัพย์สินนั้น ราคาซื้อ อายุใช้งาน และค่าเสื่อมราคา ทั้งนี้ การจัดทำทะเบียนทรัพย์สินที่รอบคอบรัดกุมจะเป็นประโยชน์ในการตรวจนับทรัพย์สินในภายหลัง โดยทรัพย์สินที่มีมูลค่าสูงและมีความเสี่ยงสูงต่อการสูญหาย ต้องจัดทำทะเบียนและติดหมายเลขหรือ label บนทรัพย์สินนั้นโดยเร็วหลังจากได้รับ รวมทั้งมีการควบคุมและบันทึกในทะเบียนทรัพย์สินเมื่อมีการเคลื่อนย้ายหรือจำหน่ายทรัพย์สิน

- มีการตรวจนับทรัพย์สินอย่างสม่ำเสมอ (เช่น นับทั้งหมดอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และทรัพย์สินที่สูญหายได้ง่าย ต้องสุ่มตรวจนับให้ถี่ขึ้นกว่าปีละครั้ง เป็นต้น) เพื่อยืนยันในความจริงและครบถ้วนถูกต้องตรงตามรายละเอียดในทะเบียนทรัพย์สิน และมีการติดตามหาสาเหตุของความแตกต่างระหว่างทรัพย์สินในทะเบียนและที่มีอยู่จริง เพื่อดำเนินการแก้ไขโดยเร็ว รวมทั้งจัดให้มีแนวทางป้องกันมิให้เกิดปัญหาทำนองเดียวกันขึ้นอีก

- มีการจัดทำบันทึกการตรวจนับทรัพย์สิน โดยระบุวันที่ตรวจนับ สถานที่ที่ทำการตรวจนับ รายการสินทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในสถานที่นั้น ระบุชื่อผู้รับผิดชอบในการตรวจนับและผู้อนุมัติ และมีการลงลายมือชื่อของบุคคลดังกล่าว

ทั้งนี้ ในวันที่ property manager จัดให้มีการตรวจนับทรัพย์สิน บริษัทจัดการและหรือผู้ดูแลผลประโยชน์ อาจเข้าร่วมสังเกตการณ์การตรวจนับดังกล่าวเป็นบางครั้ง หรืออาจสอบถามผู้สอบบัญชีที่เข้าไปสังเกตการณ์การตรวจนับทรัพย์สินดังกล่าว เพื่อให้มั่นใจว่าระบบการตรวจนับทรัพย์สินโดย property manager มีความน่าเชื่อถือและอยู่ในมาตรฐานที่ยอมรับได้

<sup>7</sup> กรณีเป็นทรัพย์สินประเภทเบ็ดเตล็ดซึ่งมีมูลค่าน้อยมากและมีจำนวนมาก อาจไม่ติด label บนทรัพย์สิน แต่ต้องบันทึกและควบคุมจำนวนทรัพย์สินนั้นให้ครบถ้วน

### 3.4 การสอบทานรายงานประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์

การซื้ออสังหาริมทรัพย์ในราคาที่ถูกต้องและเป็นมูลค่ายุติธรรม จะทำให้กองทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนในอัตราที่เหมาะสมกับต้นทุนการซื้ออสังหาริมทรัพย์นั้น

โดยที่ราคาประเมินโดยผู้ประเมินอิสระจะเป็นราคาเบื้องต้นที่ใช้ประกอบการพิจารณาในการเจรจาต่อรองกับผู้ขายอสังหาริมทรัพย์ และเป็นราคาที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนในปีต่อ ๆ ไป เนื่องจากเมื่อมีการสอบทานราคาประเมิน หรือมีการประเมินราคาครั้งใหม่ในรอบถัดไป หากราคาประเมินครั้งใหม่สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาประเมินครั้งก่อน กองทุนก็จะมีกำไรหรือขาดทุนจากการตีราคาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นกำไรหรือขาดทุนที่ยังไม่ได้มีตัวเงินเกิดขึ้นจริง แต่มีผลต่อมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน (“NAV”)

ดังนั้น บริษัทจัดการจึงต้องให้ความสำคัญอย่างยิ่งในการคัดเลือกผู้ประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในการประเมินอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่กองทุนจะลงทุน และบริษัทจัดการต้องสอบทานความสมเหตุสมผลของสมมติฐานที่ผู้ประเมินใช้ในการกำหนด "ราคาประเมิน" โดยในการสอบทานให้คำนึงถึงเรื่องต่อไปนี้เป็นอย่างน้อย

- วิธีการประเมินที่ผู้ประเมินเลือกใช้ และเหตุผลที่ใช้วิธีการประเมินดังกล่าว
  - โครงสร้างโดยรวมและสภาพของตลาดที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์นั้น
- รวมถึงการวิเคราะห์ supply/demand และแนวโน้มตลาด
- สภาพการใช้ประโยชน์ของอสังหาริมทรัพย์นั้นในปัจจุบัน (เช่น เป็นสำนักงาน โรงงาน ที่อยู่อาศัย เป็นต้น) เป็น freehold หรือ leasehold อายุของอาคารนับแต่ก่อสร้างเสร็จ สถานที่ตั้งของทรัพย์สิน พื้นที่ทั้งหมดของอสังหาริมทรัพย์นั้น พื้นที่ในแต่ละชั้น พื้นที่ที่ปล่อยเช่าได้ และอยู่ในพื้นที่ zoning ซึ่งใช้ทำประโยชน์ได้แบบใด (เช่น พื้นที่อุตสาหกรรม พื้นที่เกษตรกรรม ที่อยู่อาศัย เป็นต้น)
  - ข้อจำกัดหรือภาระผูกพันในการใช้ประโยชน์จากอสังหาริมทรัพย์นั้น
  - อัตราการปล่อยเช่าพื้นที่ หรืออัตราการเข้าพัก (occupancy rate) ที่ผ่านมา
  - การหมุนเวียนของผู้เช่าที่เข้ามา อายุสัญญาเช่าที่เหลือของอสังหาริมทรัพย์นั้น และสรุปเงื่อนไขของสัญญาเช่า
  - มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์นั้นตามราคาทุน ณ วันที่ประเมินราคา
  - รายได้ค่าเช่ารายเดือนและค่าใช้จ่ายของอสังหาริมทรัพย์นั้นในช่วงที่ผ่านมา
  - สมมติฐานของการประเมินราคา เช่น จำนวนพื้นที่ที่ปล่อยเช่าได้ อัตราค่าเช่า การเพิ่มขึ้นของค่าเช่า รายได้อื่น (เช่น ค่าเช่าที่จอดรถ) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ค่านายหน้า อัตราคิดลด (discount rate) อัตรา capitalization rate เป็นต้น

กรณีผู้ประเมินราคาใช้วิธีวิเคราะห์จากรายได้ (income approach) ในการกำหนดราคาประเมินของอสังหาริมทรัพย์ที่มีการจัดหาประโยชน์จากการปล่อยเช่า จะต้องมีการประมาณ net operating income และกำหนด discount rate และ capitalization rate ที่เหมาะสมกับอสังหาริมทรัพย์นั้น

### **การประมาณ net operating income** ต้องพิจารณาจากข้อมูล เช่น

(1) ประมาณการรายได้ค่าเช่าที่เป็นไปได้ (gross rents possible) โดยพิจารณาจาก track record ของอสังหาริมทรัพย์ occupancy rate ในสถานะตลาดขณะนั้นและแนวโน้มในอนาคต และอัตราค่าเช่าที่คิดกับผู้เช่ารายปัจจุบัน และอัตราค่าเช่าที่เป็นไปได้ในอนาคต (potential market rental rate)

ในกรณีที่อัตราค่าเช่าในปัจจุบันเป็นอัตราค่าเช่าที่ต่ำและไม่สะท้อน potential market rental rate โดยบริษัทจัดการมีข้อมูลที่ทำให้มั่นใจว่าจะสามารถปรับอัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้นได้ภายหลังจากสัญญาเช่าปัจจุบันสิ้นสุดลง (กรณีลูกค้าต่ออายุสัญญา) หรือวางแผนการตลาดและการขายใหม่เพื่อให้สามารถกำหนดอัตราค่าเช่าในระยะต่อไปได้สูงขึ้นใกล้เคียงกับ potential market rental rate การคำนวณประมาณการกระแสเงินสดในช่วงที่สัญญาเช่าปัจจุบันยังไม่หมดอายุ จึงต้องใช้อัตราค่าเช่าตามสัญญา มิใช่ potential market rate และใช้อัตราค่าเช่าตาม potential market rental rate ในช่วงปีหลัง ๆ ภายหลังจากสัญญาเช่าเดิมสิ้นสุดลง และมีการต่ออายุสัญญาหรือดำเนินการตามแผนการตลาดใหม่แล้ว โดยต้องคำนึงด้วยว่าค่าใช้จ่ายในการทำการตลาดนั้นถูกกำหนดไว้ในสัญญาหรือข้อตกลงว่าเป็นค่าใช้จ่ายของกองทุนหรือของ property manager

ในกรณีที่ค่าเช่าตาม track record ของอสังหาริมทรัพย์มีอัตราต่ำกว่า potential market rate มาก บริษัทจัดการต้องพิจารณาความเป็นไปได้ที่จะสามารถเพิ่มอัตราค่าเช่าให้ใกล้เคียงกับ potential market rate เพราะหากจะเพิ่มค่าเช่าในอัตราแบบก้าวกระโดด อาจทำให้ลูกค้าเดิมไม่ต่ออายุสัญญาเช่า หรือมีความไม่แน่นอนที่จะหาลูกค้ารายใหม่ได้ ซึ่งจะกระทบต่อ occupancy rate ของอสังหาริมทรัพย์นั้น

(2) ประมาณการรายได้อื่นของอสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้น เช่น รายได้จาก การให้เช่าที่จอดรถ เป็นต้น

ทั้งนี้ ในการจัดทำประมาณการรายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นข้างต้น ต้องจัดทำให้สอดคล้องกับเงื่อนไขตามสัญญาจัดหาประโยชน์ที่จะจัดทำขึ้นภายหลังการจัดตั้งกองทุนด้วย โดยบริษัทจัดการต้องแจ้งข้อมูลเกี่ยวกับสัญญาจัดหาผลประโยชน์และภาระผูกพันต่าง ๆ บนอสังหาริมทรัพย์นั้น ให้ผู้ประเมินทราบเพื่อนำไปใช้ประกอบการประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์

(3) ประมาณการค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (operating expenses) ได้แก่ ค่าธรรมเนียมการบริหารต่าง ๆ ค่าคอมมิชชั่น (ตามที่ระบุในสัญญา (ถ้ามี)) ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา ค่าสาธารณูปโภค ค่าเช่าที่ไม่สามารถเรียกเก็บได้ ภาษีที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน ค่าประกันภัย และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่น ๆ



(4) อสังหาริมทรัพย์ให้เช่า ประเภทที่มีผู้เช่าจำนวนมาก เช่น อาคารสำนักงาน และศูนย์การค้า เป็นต้น จะมีความซับซ้อนในการกำหนดสมมติฐานของประมาณการรายได้ในอนาคตค่อนข้างมาก เนื่องจากลูกค้าจะมีลักษณะหลากหลาย มีความต้องการเช่าพื้นที่ในขนาดที่แตกต่างกัน และระยะเวลาการเช่ามีทั้งระยะสั้นและระยะยาว จึงต้องพิจารณาและวิเคราะห์ในเรื่องต่อไปนี้

- อุปสงค์และอุปทาน แนวโน้มเศรษฐกิจ สภาพตลาดและการแข่งขันของอสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้นในปัจจุบันและอนาคต

- ทำเลที่ตั้ง (location) ของอสังหาริมทรัพย์ว่าอยู่ในย่านศูนย์กลางธุรกิจหรือทำเลนนอกเมือง ซึ่งจะมีผลอย่างมากต่อราคาซื้อขาย และการหารายได้

- วิเคราะห์คุณภาพของผู้เช่าในปัจจุบัน เช่น จำนวนผู้เช่า ระยะเวลาของสัญญาเช่าที่เหลืออยู่ ฐานะการเงินและลักษณะธุรกิจของผู้เช่าส่วนใหญ่ สภาพเศรษฐกิจและภาวะอุตสาหกรรมในธุรกิจของผู้เช่าส่วนใหญ่ เป็นต้น เนื่องจากจะมีผลต่อความสม่ำเสมอของรายได้ค่าเช่าในอนาคต โดยหากสภาพเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงในทางลบ ผู้เช่าอาจมีการเลิกหรือยุบรวมธุรกิจและไม่ต่ออายุสัญญาเช่าหรือเช่าพื้นที่น้อยลง หรือผู้เช่าอาจมีปัญหาผิคนัดชำระหนี้ค่าเช่า

- ข้อจำกัดหรือภาระผูกพันของอสังหาริมทรัพย์นั้นในการปล่อยเช่า เช่น มีข้อตกลงกับผู้เช่ารายเดิมที่ต้องให้เช่าในอัตราที่ต่ำกว่าราคาตลาดเป็นระยะเวลาหนึ่ง เป็นต้น

- จำนวนพื้นที่ที่ปล่อยเช่าได้ (occupancy rate) และอัตราค่าเช่าที่ผ่านมาของอสังหาริมทรัพย์นั้น เปรียบเทียบกับคู่แข่งในย่านใกล้เคียง

(5) สภาพของสิ่งปลูกสร้าง ความแข็งแรงของโครงสร้าง และค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมหรือปรับปรุง

(6) อัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้และค่าใช้จ่าย โดยประเมินจากแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อ โดยตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในสถานะตลาด stable อัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้จะใกล้เคียงอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเป็น แต่หากสถานะตลาดมีอัตราพื้นที่ว่าง (vacancy rate) ต่ำหรือไม่มีผู้เช่า อัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้อาจสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเป็น จนกว่าภาวะอุปสงค์จำนวนมากนั้นจะหมดไป และในทางตรงข้าม หากสถานะตลาดมี vacancy rate สูง อัตราการเพิ่มขึ้นของรายได้จะต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเป็น

**การกำหนด capitalization rate ที่เหมาะสม** ต้องพิจารณาจากข้อมูล เช่น

(1) ข้อมูลทางการเงินและราคาซื้อขายของอสังหาริมทรัพย์ประเภทเดียวกัน หรือใกล้เคียงกันกับทรัพย์สินที่จะประเมินค่า

(2) หากอสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้นไม่เคยมีการซื้อขายหรือมีการซื้อขายเมื่อนานมาแล้ว อาจพิจารณาใช้ตัวเลข capitalization rate ที่ผู้นิยมลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

ประเภทนั้นใช้กันอย่างแพร่หลาย ซึ่งมีความเหมาะสมกับระดับความเสี่ยงของผลตอบแทนของ อสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้น

**การกำหนด discount rate ที่เหมาะสม** ต้องพิจารณาจากข้อมูล เช่น

(1) อัตราดอกเบี้ยในขณะนั้น  
 (2) อัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเป็  
 (3) recapture premium (คือ ความเสี่ยงจากการลดมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ เมื่ออายุใช้งานเพิ่มขึ้น เช่น อายุใช้งาน 50 ปี recapture premium คือ 2% ต่อปี)

(4) risk premium (คือ ความเสี่ยงจากความผันผวนของรายได้จาก อสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้น) กล่าวคือ อสังหาริมทรัพย์แต่ละประเภท เช่น อาคารสำนักงาน อพาร์ทเมนท์ จะมีความเสี่ยงที่แตกต่างกัน จึงต้องกำหนด discount rate ให้เหมาะสมกับ อสังหาริมทรัพย์แต่ละประเภทนั้น เพื่อให้ราคาประเมินเป็นราคาที่ยุติธรรม เช่น พิจารณา

- ความเสี่ยงในเรื่องความต่อเนื่องและความสม่ำเสมอของรายได้ในอนาคต หากอยู่ในระดับสูง ต้องกำหนด risk premium ที่สูงให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงนั้น

- ความเสี่ยงในเรื่องตลาดรองรับในกรณีที่กองทุนจำเป็นต้องขาย อสังหาริมทรัพย์ประเภทนั้นออกไป หากไม่มีตลาดรองรับ หรือการขายออกไปต้องใช้ระยะเวลาาน หรืออาจขายได้ในราคาต่ำมาก ต้องกำหนด risk premium ให้เหมาะสมกับความเสี่ยงดังกล่าว

(5) real return (คือ ผลตอบแทนที่ต้องการ เช่น ผลต่างระหว่าง risk free rate และอัตราเงินเฟ้อ)

อนึ่ง ในกรณีที่วันที่ผู้ประเมินจัดทำรายงานประเมิน บริษัทจัดการยังมีได้ทำ ข้อตกลงเกี่ยวกับสัญญาจัดหาผลประโยชน์บนอสังหาริมทรัพย์นั้น ทำให้ผู้ประเมินใช้ราคาเช่าตาม อัตราตลาดในการกำหนดราคาประเมินโดยวิธี income approach ต่อมาบริษัทจัดการได้ทำข้อตกลง กับผู้เช่าเกี่ยวกับสัญญาจัดหาประโยชน์เป็นที่ชัดเจนแล้ว โดยรายได้ตามสัญญาจัดหาประโยชน์ แตกต่างจากประมาณการรายได้ในรายงานประเมินอย่างเป็นทางการเป็นสาระสำคัญ บริษัทจัดการต้องแจ้งข้อมูล ใหม่ดังกล่าวให้ผู้ประเมินทราบ เพื่อให้ผู้ประเมินพิจารณาอีกครั้งว่าข้อมูลในรายงานประเมิน ที่เคยออกไปแล้วยังมีความเชื่อถือได้เพียงใด หากเห็นว่าข้อมูลราคาประเมินเดิมไม่น่าเชื่อถือ บริษัทจัดการต้องจัดให้มีการทบทวนราคาประเมินใหม่

การทบทวนราคาประเมินใหม่นี้อาจทำโดยบริษัทจัดการเอง หรือโดยผู้ประเมิน ก็ได้ แต่บริษัทจัดการต้องเปิดเผยราคาประเมินที่ทบทวนใหม่นี้ให้ผู้ลงทุนทราบ เพื่อมิให้ผู้ลงทุน สำคัญผิดไปว่า บริษัทจัดการสามารถซื้ออสังหาริมทรัพย์ได้ในราคาที่ต่ำกว่าราคาประเมิน (เดิม) เป็นอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนเกิดความคาดหวังใน โอกาสการเพิ่มขึ้นของ NAV ในอนาคต เนื่องจากปัจจุบันสามารถซื้อได้ในราคาถูกกว่าราคาประเมิน (เดิม) เป็นอย่างมาก

ทั้งนี้ บริษัทจัดการในฐานะบุคคลที่ได้รับความไว้วางใจจากผู้ลงทุนให้ทำหน้าที่แทนในการดูแลทรัพย์สิน (fiduciary duties) มีหน้าที่และความรับผิดชอบในการสอบทานรายงานประเมิน โดยพิจารณาความเหมาะสมของสมมติฐานต่าง ๆ ที่ใช้ในการประเมิน ซึ่งหากมีข้อสงสัยในสมมติฐานใดหรือเห็นว่าผู้ประเมินยังมิได้นำสัญญาที่เกี่ยวข้องเป็นส่วนหนึ่งในการกำหนดสมมติฐาน ต้องสอบถามผู้ประเมินทันทีเพื่อให้มั่นใจว่า รายงานประเมินได้มีการจัดทำอย่างเหมาะสมและตรงตามข้อเท็จจริงแล้ว

นอกจากนี้ บริษัทจัดการต้องนำส่งรายงานประเมินฉบับเต็มให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ เป็นการล่วงหน้าก่อนวันครบกำหนดเปิดเผย NAV ของกองทุนต่อผู้ลงทุน<sup>8</sup> เพื่อให้ผู้ดูแลผลประโยชน์มีระยะเวลาเพียงพอ (โดยไม่ต่ำกว่า 7 วัน) ในการพิจารณาตรวจสอบก่อนที่จะรับรองความถูกต้องของการคำนวณ NAV ดังกล่าว

### 3.5 การให้ความร่วมมือแก่ผู้ดูแลผลประโยชน์

(1) บริษัทจัดการมีหน้าที่จัดทำและจัดเก็บข้อมูลและเอกสารหลักฐานต่าง ๆ ในการบริการจัดการ การควบคุมภายใน และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกองทุนที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยเมื่อผู้ดูแลผลประโยชน์ประสงค์จะตรวจสอบการจัดการในเรื่องใด บริษัทจัดการต้องให้ความร่วมมือในการนำส่งข้อมูลและเอกสารหลักฐาน รวมทั้งให้เข้าไปตรวจสอบในสถานที่ตั้งของอสังหาริมทรัพย์ ตามที่ผู้ดูแลประโยชน์ร้องขอ เพื่อให้ผู้ดูแลผลประโยชน์สามารถตรวจสอบให้เป็นที่มั่นใจได้ว่าบริษัทจัดการไม่มีการปฏิบัติฝ่าฝืนกฎหมายหรือข้อกำหนดของกองทุนหรือไม่รักษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน

(2) ในช่วงระยะเวลาก่อนจัดตั้งกองทุน ผู้ดูแลผลประโยชน์จำเป็นต้องรู้และเข้าใจในรายละเอียดของกองทุนที่จะจัดตั้งขึ้น (เช่น การจัดโครงสร้างของกองทุน วิธีการปล่อยเช่า การจัดหาและจัดเก็บรายได้ ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่สามารถเรียกเก็บจากกองทุน สัญญาว่าจ้างระหว่างกองทุนและบริษัทหรือบุคคลต่าง ๆ เป็นต้น) เพื่อนำมาวางแผนการปฏิบัติงานในการกำกับดูแลและตรวจสอบการบริหารจัดการ การควบคุมภายใน และการเปิดเผยข้อมูลของกองทุนดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น บริษัทจัดการมีหน้าที่ต้องจัดส่งข้อมูลและเอกสารที่เกี่ยวข้องเพื่อให้ผู้ดูแลผลประโยชน์สามารถวางแผนการปฏิบัติงานข้างต้นได้ นอกจากนี้ บริษัทจัดการและผู้ดูแลประโยชน์ต้องประสานงานและทำข้อตกลงเกี่ยวกับลักษณะของข้อมูล เอกสารหลักฐาน ประกอบการทำธุรกรรม และรายงานต่าง ๆ (เช่น ลูกหนี้ค้างชำระ รายงานประเมิน เป็นต้น) รวมทั้งความถี่และระยะเวลาที่บริษัทจัดการต้องนำส่งข้อมูลและเอกสารดังกล่าวให้แก่ผู้ดูแลประโยชน์ ทั้งนี้ เพื่อประโยชน์ในการกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของกองทุน

<sup>8</sup> บริษัทจัดการต้องคำนวณและเปิดเผย NAV ของกองทุน ณ วันสุดท้ายของเดือนมิถุนายนและเดือนธันวาคมต่อผู้ลงทุนภายใน 45 วันนับแต่วันสุดท้ายของเดือนดังกล่าว แล้วแต่กรณี