เอกสารเผยแพร่

วจ 21/2543

รายงานสรุปสาระสำคัญ

ของ

ผลการศึกษาตามโครงการ Asset Securitization in Thailand

โดยได้รับความช่วยเหลือจาก Asian Development Bank

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (http://www.sec.or.th)

อาคารดีทแฮล์ม ทาวเว่อร์ส บี ชั้น 14 - 16 93/1 ถนนวิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

โทรศัพท์ 252-3223 โทรสาร 256 - 7711

เอกสารเผยแพร่

วจ 21/2543

รายงานสรุปสาระสำคัญ

ของ

ผลการศึกษาตามโครงการ Asset Securitization in Thailand

โดยได้รับความช่วยเหลือจาก Asian Development Bank

ศึกษาโดย

Structured Credit International Corp.

Freshfields Ltd.

PricewaterhouseCoopers (กรุงเทพฯ)

สรุปความโดย

ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์

พฤศจิกายน 2543

บทนำ

รายงานฉบับนี้เป็นการสรุปสาระสำคัญของผลการศึกษาตามโครงการ Asset Securitization in Thailand ซึ่งได้รับความช่วยเหลือทางวิชาการจากธนาคารพัฒนาเอเชีย (Asian Development Bank) โดยคณะที่ปรึกษาโครงการประกอบด้วย บริษัท Structured Credit International Corp. โดย Mr. Mahesh K. Kotecha สำนักงานกฎหมาย Freshfields และ PricewaterhouseCoopers (กรุงเทพฯ) ซึ่งได้มีการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นกับ ผู้ลงทุน ผู้ที่มีศักยภาพในการออกหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับดูแล สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ผู้รับประกันตราสาร (credit enhancer) และผู้เกี่ยวข้องในตลาดในประเทศและต่างประเทศ และจัดทำรายงานผลการศึกษาฉบับสมบูรณ์แล้วเสร็จเมื่อวันที่ 3 มีนาคม 2543 ข้อมูลและความเห็นต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้เป็นของคณะที่ปรึกษาโครงการ ซึ่งมิใช่ความเห็นของสำนักงานแต่อย่างใด ทั้งนี้ผู้อ่านสามารถตรวจสอบรายละเอียดเพิ่มเติมได้จากต้นฉบับของรายงาน (ภาคภาษาอังกฤษ) ที่คณะที่ปรึกษาจัดทำได้ที่ศูนย์สารสนเทศตลาดทุนของสำนักงาน หรือที่ website ของสำนักงาน คือ www.sec.or.th

สารบัญ

บทที่		หน้า
บทที่ 1	บทสรุปสำหรับผู้บริหาร	1
บทที่ 2	องค์ประกอบของความสำเร็จ	9
บทที่ 3	ภาพรวมของอุปสงค์ของธุรกรรม	11
บทที่ 4	อุปทานของแหล่งเงินทุนและประเด็นพิจารณาในด้านผู้ลงทุน	14
บทที่ 5	การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (rating)	19
บทที่ 6	การเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (credit enhancement)	22
บทที่ 7	ภาคสินเชื่อที่อยู่อาศัย	26
บทที่ 8	ภาคสินทรัพย์อื่น และ model package ของสินทรัพย์ต่าง ๆ	31
บทที่ 9	การกำหนดอัตราดอกเบี้ยและขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสม	42
บทที่ 10	ประเด็นด้านกฎหมาย ภาษี บัญชี และการใช้ Trust ในธุรกรรม	46
	ก. ประเด็นด้านกฎหมาย	46
	ข. ประเด็นด้านภาษี	58
	ค. ประเด็นด้านบัญชี	70
	ง. การใช้ Trust ในธุรกรรม securitization	73
บทที่ 11	กฎระเบียบทางด้านสถาบันการเงิน	76
บทที่ 12	บทบาทของภาครัฐและเอกชน	79

บทที่ 1 บทสรุปสำหรับผู้บริหาร

ระยะเวลาในการศึกษาของโครงการเป็นช่วงคาบเกี่ยวระหว่างอุปสงค์ในธุรกรรม securitization ที่ค่อนข้างตกต่ำในประเทศไทย ส่วนหนึ่งเป็นเพราะสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบัน และส่วนหนึ่งเป็นเพราะสภาวะตลาด โดยผู้ออกหลักทรัพย์ สถาบันตัวกลางและผู้ลงทุน ได้ให้ความสนใจการออกตราสารประเภท asset backed securities หรือ ABS ในระยะยาวมากกว่า ดังนั้น ธุรกรรมดังกล่าวจึงมิใช่ธุรกรรมที่มีลำดับความสำคัญในลำดับแรกในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม หน่วยงานทางการและ SMC ได้ผลักดันที่จะเตรียมการออกตราสารประเภท mortgage backed securities (MBS) อย่างต่อเนื่อง

รายงานนี้แบ่งเป็น 3 ส่วน คือ SCIC รับผิดชอบเนื้อหาหลัก ส่วนข้อมูลเกี่ยวกับการให้ความช่วยเหลือทางเทคนิคแก่ SMC จะอยู่ในส่วนของ Fannie Mae Report ประเด็นทางกฎหมาย ภาษี และบัญชี จะอยู่ในส่วนของ Freshfields Report

ข้อเสนอแนะในรายงานแบ่งตามส่วนต่าง ๆ ได้ดังนี้

1. <u>กฎระเบียบเกี่ยวกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ การทำ credit enhancement และด้านผู้ลงทุน</u>

1.1 <u>การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ</u>

ข้อจำกัดสำหรับประเทศไทยคือ การมีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (CRA) ในประเทศเพียงแห่งเดียวคือ บริษัท ไทยเรทติ้งแอนด์อินฟอร์เมชั่นเซอร์วิส จำกัด ซึ่งยังต้องใช้ความพยายามในการสร้างชื่อเสียง และราคาของหลักทรัพย์ยังไม่สะท้อนผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ TRIS เท่าใดนัก ผู้ลงทุนจึงนิยมให้ CRA ต่างประเทศเข้ามาจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสารในประเทศมากกว่า

<u>ข้อเสนอแนะ (1)</u> ก.ล.ต. ควรอนุญาตให้ CRA ต่างประเทศเข้ามาจัดอันดับตราสาร ABS ในประเทศ และควรสนับสนุนให้ CRA ต่างประเทศเข้ามาจัดตั้งในประเทศ โดยแก้ไขข้อกำหนดเรื่องทุนการจัดตั้งและการเป็นบริษัทของคนไทย

1.2 <u>การเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร</u> (credit enhancement)

ผู้ลงทุนส่วนใหญ่นิยมตราสารที่มีการทำ credit enhancement โดยวิธิการค้ำประกันโดยรัฐบาลหรือบริษัทรับประกันทางการเงิน (financial guarantor) ที่ได้รับ rating ในอันดับ AAA ซึ่งการค้ำประกันโดยบริษัทรับประกันทางการเงินดังกล่าวจะช่วยให้ตราสาร ABS ของไทยได้รับอันดับความน่าเชื่อถือเป็น AAA ด้วย แม้ว่าอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศยังเป็นเพียง non-investment grade

<u>ข้อเสนอแนะ (2)</u> กระทรวงพาณิชย์ควรออกประกาศตีความให้ชัดเจนว่า บริษัทรับประกันทางการเงินไม่เข้าข่ายเป็นการประกอบธุรกิจประกันภัย และให้บริษัทต่างประเทศเข้ามาค้ำประกันตราสาร ABS และ MBS ของไทยได้โดยไม่ต้องขออนุญาตจัดตั้งบริษัทในประเทศ

<u>ข้อเสนอแนะ (3</u>) โดยที่บริษัทรับประกันทางการเงินในต่างประเทศมีนโยบายว่าจะสามารถให้การค้ำประกันได้เพียงตราสารที่มีอันดับความน่าเชื่อถือเป็น investment grade (BBB หรือสูงกว่า) มาก่อนที่จะเข้าค้ำประกัน ดังนั้น ADB จึงควรค้ำประกันตราสาร ABS ของไทยบางส่วนด้วย เพื่อให้

บริษัทรับประกันทางการเงินเอกชนสามารถค้ำประกันตราสารดังกล่าวสำหรับความเสี่ยงที่เหลือ เพื่อให้ตราสาร ABS นั้นได้รับอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารเป็น AAA ได้

1.3 <u>กฎระเบียบเกี่ยวกับผู้ลงทุน</u>

ผู้ลงทุนไทยสนใจในตราสาร ABS ของไทย แต่เนื่องจากกฎเกณฑ์ในบางกรณีไม่ชัดเจนหรือไม่เอื้อต่อการลงทุน จึงทำให้ลดความสนใจในการลงทุนลงไป

<u>ข้อเสนอแนะ (4)</u> กระทรวงการคลังควรออกกฎสำหรับการลงทุนของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพให้ลงทุนในตราสารที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และหน่วยงานทางการควรทบทวนและระบุให้ชัดเจนว่าผู้ลงทุนประเภทต่าง ๆ สามารถลงทุนในตราสาร ABS หรือ MBS ได้หรือไม่ อย่างไร

<u>ข้อเสนอแนะ (5)</u> ตราสาร MBS และ ABS ควรเป็นตราสารที่มีการจัด rating จาก CRA อย่างน้อย 2 แห่ง

1.4 <u>การให้ความรู้แก่ผู้ลงทุน</u>

ผู้ลงทุนไทยยังจำเป็นต้องได้รับการอบรมเกี่ยวกับธุรกรรม securitization เพื่อเตรียมการรับความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารดังกล่าว

<u>ข้อเสนอแนะ (6)</u> ทางการควรจัดสัมมนาให้ความรู้แก่ผู้ลงทุน หรือมีการอภิปรายเป็นกลุ่มเพื่อแลกเปลี่ยนความคิดเห็น ซึ่งอาจดำเนินการโดยศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย SMC หรือองค์กรที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อช่วยเพิ่มความเข้าใจของผู้ลงทุนสำหรับการลงทุนในตราสาร ABS และ MBS

2. <u>บรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย (SMC) และตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย</u>

SMC มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย ดังนี้

2.1 <u>ประสานงานกับผู้ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัย</u>

SMC เป็นตัวกลางในตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัย โดยการซื้อสินเชื่อและจัดรวมกลุ่มสินเชื่อให้มีรูปแบบที่ง่ายต่อการทำ securitization SMC จึงเป็นผู้ช่วยเพิ่มสภาพคล่องและการจัดหาเงินทุนของสถาบันการเงิน ทั้งนี้ หากตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยสามารถดำเนินการได้สำเร็จ ก็จะเป็นการสร้างมาตรฐานในกระบวนการวิเคราะห์สินเชื่อ การจัดทำเอกสาร การเรียกเก็บหนี้ และการกำกับดูแล ซึ่งจะทำให้ตลาดทุนสำหรับสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีการพัฒนาขึ้นโดยผ่านตราสาร MBS อย่างไรก็ดี สินเชื่อที่อยู่อาศัยในปัจจุบันยังมิได้อยู่ในรูปแบบที่รองรับการมีตลาดรองของสินเชื่อดังกล่าว จึงยากที่จะนำมาทำ securitization

<u>ข้อเสนอแนะ (7)</u> SMC ควรสนับสนุนการสร้างมาตรฐานการซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัยเพื่อให้ได้สินเชื่อที่มีคุณภาพดีซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนมีความเชื่อมั่นในการลงทุน

<u>ข้อเสนอแนะ (8)</u> สินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยมีลักษณะที่ยากต่อการทำธุรกรรมดังกล่าว Fannie Mae จะเป็นผู้ให้คำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ในการทำธุรกรรมดังกล่าวแก่ SMC ต่อไป

2.2 <u>การดำเนินงานร่วมกับ CRA ผู้ค้ำประกัน และผู้ลงทุน</u>

CRA ผู้ค้ำประกันตราสาร และผู้ลงทุนต้องการข้อมูลในรายละเอียดเกี่ยวกับ

performance ในอดีตและปัจจุบันของสินเชื่อที่อยู่อาศัย ทั้งนี้ ผู้ขายสินเชื่อ/ตัวแทนเรียกเก็บหนี้ในไทยมักไม่เต็มใจที่จะให้ข้อมูลดังกล่าว เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายสูงและใช้เวลานานในการเก็บรวบรวมข้อมูล นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลคุณภาพสินทรัพย์ยังมีประเด็นเกี่ยวกับการสูญเสียสถานภาพในการแข่งขันของเจ้าหนี้ และการรักษาความลับของผู้กู้

ข้อเสนอแนะ (9) ทางการควรให้ความสำคัญในการพัฒนาและเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการประวัติการชำระหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัย โดย SMC ควรเป็นผู้นำในการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับสินเชื่อดังกล่าวเพื่อการอ้างอิงในตลาด รวมทั้งร่วมมือกับศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยในการพัฒนาและเผยแพร่ข้อมูลต่อผู้ลงทุนเกี่ยวกับตราสาร MBS

2.3 ดำเนินงานกับสถาบันตัวกลางในตลาดทุน

อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยอยู่ในอัตรา MLR ซึ่งมิใช่ดัชนีของตลาด ดังนั้น ถ้าตราสาร MBS ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันมีอัตราดอกเบี้ยอิงตามดัชนีตลาด ผู้ออกหลักทรัพย์จะมีความเสี่ยงจากการ mismatch ระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้ผู้ลงทุนใน MBS และอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัย ความเสี่ยงดังกล่าวไม่สามารถป้องกันได้ และเป็นผลให้เกิดปัญหาการจัดโครงสร้างการทำธุรกรรมอย่างมีนัยสำคัญ

ข้อเสนอแนะ (10) SMC ควรประสานงานกับสถาบันตัวกลางในตลาดทุนและตลาดเงินเพื่อพัฒนาดัชนีตลาดในระยะสั้น เช่น BIBOR 7-10 ปี ซึ่งจะใช้ในการกำหนดราคาตราสาร MBS ที่มีอายุ 7-10 ปี เพื่อให้ความเสี่ยงพื้นฐานลดลง นอกจากนี้ ควรพิจารณาโครงสร้างแบบ pass through ให้มีการส่งผ่านความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อไปให้ผู้ลงทุนด้วย

ข้อเสนอแนะ (11) SMC ควรได้รับการสนับสนุนให้เป็นศูนย์กลางการออกตราสาร MBS เพื่อเป็นแบบอย่างต่อไป แต่ไม่ควรกำหนดเป็นกฎเกณฑ์ ควรปล่อยให้การออกตราสารเป็นไปตามภาวะการแข่งขันในตลาด

2.4 การพัฒนาตลาดทุน

ข้อได้เปรียบในการแข่งขันของ SMC คือ ความสามารถในการระดมทุนระยะยาวในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าผู้ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยทั่วไป ดังนั้น SMC ควรดำเนินกลยุทธ์ระยะยาวเพื่อให้ได้ประโยชน์จากการระดมทุนด้วยต้นทุนต่ำ โดยพัฒนาตราสาร MBS ในตลาดทุนไทยและเข้าสู่ตลาดทุนต่างประเทศ และหากมีการดำเนินการต่อเนื่องและมีขนาดที่เหมาะสม จะทำให้สร้างสภาพคล่องในตลาดและสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะยาวได้ (yield curve benchmark)

ข้อเสนอแนะ (12) SMC ควรจัดให้ตราสารมีการค้ำประกันโดยรัฐบาล เพื่อสร้างความยอมรับในตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศ ในฐานะเป็นตราสารของรัฐวิสาหกิจชั้นดี

ข้อเสนอแนะ (13) SMC ควรทำการตลาดให้ผู้ลงทุนทราบว่า SMC เป็นรัฐวิสาหกิจชั้นดี โดยเป็นสถาบันด้านตลาดรองของสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล มีมาตรฐานการซื้อสินเชื่อที่เชื่อถือได้ เชี่ยวชาญในการดำเนินการ และมีกลยุทธ์การทำธุรกิจที่เหมาะสม

ข้อเสนอแนะ (14) SMC ควรได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับประเทศและในระดับสากล เพื่อประโยชน์ในการระดมทุนในอัตราดอกเบี้ยที่ดีกว่า

ข้อเสนอแนะ (15) SMC ควรพัฒนาและใช้กลยุทธ์ (อาจทำร่วมกับผู้เชี่ยวชาญต่างประเทศ หรือ strategic partner ในภาคเอกชน) ในการเป็นผู้ค้ำประกันทางการเงินให้แก่ภาคสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งจะนำไปสู่การเป็นผู้สนับสนุนตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยและเพิ่มความน่าเชื่อถือให้แก่ตนเอง

นอกจากนี้ Fannie Mae ได้แนะนำให้ SMC พัฒนา credit risk pricing model และ prepayment model รวมทั้งให้มีส่วนร่วมในการสร้างสถาบันรายงานข้อมูลสินเชื่อผู้บริโภค

3. ประเด็นทางด้านกฎหมาย ภาษี และบัญชี

3.1 พระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ.2540 (พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ) และประเด็นที่เกี่ยวข้อง

3.1.1 มาตรา 20 ของ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มีข้อกำหนดที่จะพยายามคุ้มครองความเสี่ยงจากการโอนสินทรัพย์ของ originator ไปให้ SPV ไม่ให้ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของ originator แต่ข้อกำหนดดังกล่าวมีข้อบกพร่องในหลายประเด็น

ข้อเสนอแนะ (16) ควรแก้ไขมาตรา 20 ของ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้มีขอบเขตในการยกเว้นมาตรา 90/40 และ 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย โดยถ้างบการเงินฉบับตรวจสอบล่าสุดได้แสดงว่า ณ เวลาการโอนลูกหนี้หรือสินทรัพย์ให้ SPV มีการระบุว่าผู้โอนเป็นบุคคลล้มละลายแล้ว ความคุ้มครองตามมาตรา 20 ที่มายกเว้นมาตรา 90/40 113 และ 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายจะไม่สามารถนำมาใช้ได้

3.1.2 พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้กำหนดความคุ้มครองสำหรับสิทธิเรียกร้อง แต่อาจไม่ได้ครอบคลุมถึงสิทธิในสินทรัพย์อ้างอิง (underlying assets) เช่น รถยนต์ในกรณีลูกหนี้เช่าซื้อหรือลีสซิ่ง จึงเป็นการเพิ่มความเสี่ยงสำหรับ SPV ถ้า originator ล้มละลาย เนื่องจากเจ้าหนี้อาจถือสิทธิในการยึดรถ หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลายอาจพยายามยึดรถโดยแยกออกจากสัญญาเช่าซื้อ ทั้งนี้ หากเกิดเหตุการณ์เหล่านี้จะทำให้ลูกหนี้เช่าซื้อหยุดการชำระเงินซึ่งกระทบต่อ SPV และผู้ลงทุน

ข้อเสนอแนะ (17) ควรแก้ไข พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้รวมสิทธิตาม underlying assets คือ (1) ให้ถือว่าสินทรัพย์ภายใต้การทำ securitization ได้ตกเป็นของ SPV ด้วย หรือ (2) ให้ออกกฎที่จำกัดอำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการปฏิเสธสัญญาเช่าซื้อเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ originator ที่เป็นผู้ให้เช่าซื้อล้มละลาย

3.1.3 ตามมาตรา 21 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้กำหนดว่า กรณีหลักทรัพย์ของ SPV เป็นตราสารหนี้ที่มิใช่ตราสารหนี้ที่มีสิทธิด้อยกว่าเจ้าหนี้สามัญ ให้ผู้ถือหลักทรัพย์

ของ SPV มีฐานะเป็นเจ้าหนี้บุริมสิทธิพิเศษเหนือสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนมา และได้รับชำระหนี้จากสินทรัพย์นั้นก่อนบุริมสิทธิอื่น อย่างไรก็ตาม มีประเด็นว่า บุริมสิทธิ (preferential rights) ดังกล่าวยังไม่ชัดเจน เนื่องจากเป็นการให้บุริมสิทธิแก่ผู้ถือตราสารเท่านั้น และไม่ได้ให้สิทธิแก่เจ้าหนี้อื่นที่ไม่ใช่ผู้ถือตราสารดังกล่าว ดังนั้น เจ้าหนี้อื่นของ SPV เช่น ผู้ค้ำประกัน swap counterparty จะถูกจำกัดสิทธิให้ด้อยกว่าผู้ลงทุน

ข้อเสนอแนะ (18)

- ควรกำหนดชัดเจนถึงวิธีการบังคับตาม preferential right ที่ให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV
- ให้เจ้าหนี้ที่เกี่ยวข้อง (รวมถึงผู้ถือหุ้นกู้และเจ้าหนี้อื่นทั้งหมด) มีสิทธิเหนือสินทรัพย์ที่ทำ securitization และสามารถเรียกร้องสิทธิตามสัญญาได้ลำดับสิทธิของตน

3.1.4 พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ กำหนดให้ SPV สามารถคิดดอกเบี้ยเงินกู้ได้ในอัตราตามสัญญาเดิมที่ทำกับ originator แต่มิได้ครอบคลุมถึงกรณีที่ originator ล้มละลาย ถูกทางการปิดกิจการและรวมกิจการกับสถาบันการเงินอื่น หรือในกรณีที่ originator เลิกกิจการไป

ข้อเสนอแนะ (19) ควรแก้ไขมาตรา 18 ของ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ โดยกำหนดว่า ถ้าวิธีการคำนวณอัตราดอกเบี้ยตามที่กำหนดในสัญญานั้นไม่สามารถทำได้ในทางปฏิบัติ ก็อาจให้ผู้แทนผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เป็นผู้เลือกใช้อัตราดอกเบี้ยอื่นที่เหมาะสม

3.1.5 กฎหมายไทยยังไม่มีข้อกำหนดรองรับการโอนลูกหนี้ที่เกิดในอนาคต (future receivable) จึงทำให้เกิดความไม่แน่นอนในกรณีการโอนสิทธิใน future receivable ดังกล่าว เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต และลูกหนี้ตามสัญญาการซื้อสินค้า

ข้อเสนอแนะ (20) ควรแก้ไข พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ โดยกำหนดวิธีการโอนสิทธิที่มีอยู่หรือสินทรัพย์ที่จะเกิดในอนาคต โดยไม่คำนึงถึงวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องภายใต้กฎหมายแพ่งและพาณิชย์

3.1.6 ในกรณีที่สินทรัพย์เป็นสินเชื่อที่อยู่อาศัย กฎหมายแพ่งและพาณิชย์กำหนดให้ต้องมีการจดทะเบียนจำนองที่อยู่อาศัยใหม่ ซึ่งหากมีที่ดินต้องจดเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองจำนวนมาก ก็จะเป็นภาระของ originator ในการจัดการอย่างมาก

ข้อเสนอแนะ (21) กรมที่ดินควรออกประกาศให้ถือว่า วันที่ส่งเอกสารไปให้สำนักงานที่ดินกลาง เป็นวันที่มีผลเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองแล้ว หรือใช้วิธีให้ SPV ชำระเงินค่าซื้อเมื่อการจดเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองเสร็จสิ้น อย่างไรก็ดี ก็ยังคงกระทบต่อต้นทุนของผู้ขาย

3.2 <u>โครงสร้างทางกฎหมายสำหรับการออกตราสาร securitization</u>

การทำธุรกรรมที่จะได้รับความสำเร็จนั้น SPV ควรมีต้นทุนการดำเนินการไม่สูงนัก โดยควรเป็นองค์กรที่ไม่มีภาระภาษี ได้แก่ กองทุนรวมประเภท 3 แต่กองทุนรวมดังกล่าวมีข้อจำกัดการดำเนินการหลายประการ รวมทั้ง ก.ล.ต. ยังไม่อนุญาตให้จัดตั้งกองทุนรวมเป็น SPV ได้

ข้อเสนอแนะ (22) ทางการควรทบทวนประเด็นกฎหมายที่จะอนุญาตให้นิติบุคคลรูปแบบต่าง ๆ จัดตั้งเป็น SPV ได้แก่ AMC กองทุนรวมประเภท 2 และประเภท 3

ข้อเสนอแนะ (23) กลต.ควรทบทวนการออกกฎเกณฑ์ให้สอดคล้องกับความต้องการของตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ควรอนุญาตให้กองทุนรวมจัดตั้งเป็น SPV และซื้อสินทรัพย์พวกลูกหนี้มีปัญหา (distress loan) ได้

3.3 ภาษีและค่าธรรมเนียม

3.3.1 ภาษีเป็นประเด็นสำคัญในการทำให้ธุรกรรมมีประสิทธิภาพ โดยจะต้องไม่ทำให้ originator มีภาระภาษีมากไปกว่ากรณีที่ไม่ได้ทำธุรกรรม และต้องไม่ทำให้ SPV ประสบปัญหาการไม่มีเงินสดชำระภาษี ทางแก้ไขทางหนึ่งคือ ให้ยกเว้นภาษีแก่ SPV

ข้อเสนอแนะ (24) ถ้าไม่ให้กองทุนรวม (หรือองค์กรอื่นที่ได้รับยกเว้นภาษี) เป็น SPV ก็ควรคิดภาษีใน SPV ตามเกณฑ์เงินสด ออกกฎเกณฑ์ที่ไม่ทำให้เกิดภาระภาษีซ้ำซ้อน และกรมสรรพากรควรมีเกณฑ์ชัดเจนในการเก็บภาษีการโอนสินทรัพย์ระหว่าง originator และ SPV

3.3.2 ค่าธรรมเนียมในการเรียกเก็บหนี้ (servicing fee) ที่ SPV จ่ายให้แก่ originator จะมีภาระภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ซึ่งจะมีผลกระทบต่อต้นทุนการทำธุรกรรมได้

ข้อเสนอแนะ (25) ควรยกเว้นภาษี VAT สำหรับค่าธรรมเนียมในการเรียกเก็บหนี้ทั้งหมด นอกจากนี้ ควรพิจารณาการเรียกเก็บภาษี VAT ในกรณีที่ originator จดทะเบียนเป็นผู้ประกอบการภายใต้ภาษี VAT แต่ SPV ไม่ได้เป็นผู้ประกอบการภายใต้ภาษี VAT

3.3.3 การ SWAP อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือในการลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและต้นทุนจากภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย

ข้อเสนอแนะ (26) กรมสรรพากรควรออกกฎให้ชัดเจนเกี่ยวกับการเก็บภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายของการจ่ายค่าธรรมเนียมในการ SWAP เนื่องจากยังมีความไม่ชัดเจนอยู่ ทั้งนี้ การทำ SWAP อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน เป็นวิธีการที่เป็นประโยชน์อย่างมากในการทำให้ธุรกรรม securitization มีต้นทุนต่ำ

3.3.4 การจัดเก็บภาษีในธุรกรรมมีประเด็นว่า ควรเป็นไปตามหลักการใดระหว่างกฎหมายและบัญชี ทั้งนี้ การใช้หลักบัญชีโดยใช้มาตรฐานการบัญชี FAS125 หรือ IAS 39 อาจทำให้มีประเด็นพิจารณาไปในหลายแนวทาง ซึ่งต้องใช้เวลาและประสบการณ์ในการปฏิบัติระยะหนึ่ง

ข้อเสนอแนะ (27) การตีความว่าเป็นการขายในทางภาษีในธุรกรรม securitization ควรตีความตามหลักกฎหมาย แทนที่จะเป็นไปตามหลักบัญชี

3.4 บัญชี

ประเด็นด้านบัญชีมี 2 เรื่องคือ การกำหนดนิยามการขาย (true sale) และการจัดทำงบการเงินรวม สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศกำลังพิจารณานิยามการขายในทางบัญชี แต่อาจต้องพิจารณาทบทวนการปฏิบัติสำหรับการจัดทำงบการเงินรวม ทั้งนี้ แม้

ในทางบัญชีจะถือว่าการโอนทรัพย์สินภายใต้ธุรกรรมเป็นการขาย (off balance sheet ของ originator) แต่จะไม่เกิดประโยชน์ใดหาก originator ยังต้องนำ SPV เข้ามาจัดทำงบการเงินรวมด้วย

ข้อเสนอแนะ (28) ควรทบทวนแนวปฏิบัติในทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำงบการเงินรวมของ originator และ SPV และพัฒนาแนวปฏิบัติที่จะทำให้ไม่ต้องนำ SPV เข้ามาอยู่ในงบการเงินรวมของ originator ทั้งนี้ อาจต้องประสานงานกับธนาคารแห่งประเทศไทยในการออกกฎเกณฑ์ปฏิบัติสำหรับกรณีที่ SPV ถูกจัดตั้งโดยสถาบันการเงิน

4. กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารแห่งประเทศไทย

4.1 แรงจูงใจในการทำ securitization

4.1.1 สถาบันการเงินที่เป็นผู้ขายลูกหนี้จะคำนวณผลประโยชน์และต้นทุนการทำธุรกรรมไม่เพียงแต่จากต้นทุนของเงินทุนเท่านั้น ยังจะต้องพิจารณาถึงการดำรงเงินกองทุนที่ลดลงไปได้หากสินทรัพย์ที่โอนไปทำ securitization มีลักษณะ off balance sheet ด้วย

ข้อเสนอแนะ (29) วิธีการเบื้องต้นคือ ถ้าในทางบัญชีถือเป็นการขายและไม่มีสิทธิไล่เบี้ย (recourse) ไปยัง originator แล้ว ก็ไม่ต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ที่โอนไป แต่ถ้าสามารถไล่เบี้ยได้ ก็จะต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ดังกล่าวแม้ว่าจะตัดสินทรัพย์นั้นออกไปจากบัญชี originator แล้ว ทั้งนี้ ถ้ามูลค่าสิทธิไล่เบี้ยนี้น้อยกว่าจำนวนเงินกองทุนที่ดำรงไว้สำหรับสินทรัพย์ที่ขายแล้ว จำนวนเงินกองทุนที่ต้องดำรงหลังจากการขายสินทรัพย์นั้น ควรจะจำกัดไว้เท่ากับมูลค่าสิทธิไล่เบี้ยดังกล่าว แต่ถ้ามูลค่าสิทธิไล่เบี้ยนี้มากกว่าจำนวนการดำรงเงินกองทุนในสินทรัพย์ที่ขายแล้ว จำนวนเงินกองทุนที่ต้องดำรงควรกำหนดไว้สูงสุดตามเงินกองทุนก่อนการขายสินทรัพย์ นั้น

4.1.2 สถาบันการเงินที่มี NPL ไม่มีแรงจูงใจที่จะขาย NPL ไปเพื่อทำ securitization เนื่องจากจะต้องขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีและต้องตัดขาดทุนทั้งจำนวน ในขณะที่ปัจจุบันสามารถเก็บไว้ในบัญชีและทยอยการตัดขาดทุนออกไประยะหนึ่ง

ข้อเสนอแนะ (30) ธนาคารแห่งประเทศไทยควรออกกฎเกณฑ์รองรับกรณีที่สถาบันการเงินทำ securitization สินทรัพย์ประเภท NPL ให้สามารถทยอยตัดค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญได้เช่นเดียวกันด้วย

4.1.3 ปัจจุบันมักนำสินทรัพย์ที่มีอายุยาวและอัตราผลตอบแทนคงที่ (เช่น สัญญาเช่าซื้อ) มาระดมทุนโดยการออกตราสารระยะสั้นในอัตราผลตอบแทนลอยตัว ซึ่งจะเกิดปัญหาการ mismatch ของสินทรัพย์และหนี้สินของสถาบันการเงิน

ข้อเสนอแนะ (31) ทางการควรกำหนดแนวทางจำกัดการ mismatch ของสินทรัพย์และหนี้สินของสถาบันการเงิน เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

4.2 <u>การกำกับดูแลตัวแทนเรียกเก็บหนี้</u> (servicer)

หากสถาบันการเงินที่ให้บริการเรียกเก็บหนี้ล้มละลาย อาจมีความเสี่ยงจากการรวมบัญชีเรียกเก็บหนี้ของ SPV เข้าไว้กับบัญชีของสถาบันการเงินนั้น (commingling risk) ซึ่งจะกระทบต่อ SPV ได้ ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยควรติดตามการดำเนินธุรกิจของสถาบันการเงินให้มีระบบการดำเนินธุรกิจที่ดี เพื่อลดความเสี่ยงข้างต้นลง

<u>ข้อเสนอแนะ (32)</u> ทางการควรพิจารณาตรวจสอบสถาบันการเงิน โดยเน้นเรื่องความรับผิดชอบในการเป็น servicer และ servicer ต้องแสดงให้เห็นว่ามีนโยบายหรือการดำเนินงานที่ไม่ทำให้ตนเองต้องผิดนัดชำระหนี้ ทั้งนี้ หน่วยงานทางการของสหรัฐฯ มีการพัฒนาระบบ และ
ขั้นตอนการตรวจสอบแล้ว ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยอาจขอแลกเปลี่ยนประสบการณ์ดังกล่าวด้วยได้

4.3 <u>กฎเกณฑ์ทางด้านสถาบันการเงินในฐานะผู้ลงทุน</u>

สถาบันการเงินที่ขายลูกหนี้เพื่อทำ securitization อาจมีบทบาทในฐานะผู้ลงทุนในตราสาร ABS ด้วย ซึ่งควรได้รับการสนับสนุน

<u>ข้อเสนอแนะ (33)</u> ธนาคารแห่งประเทศไทยควรออกข้อกำหนดการลงทุนในตราสาร ABS และ MBS ของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนให้อิงตามน้ำหนักความเสี่ยง ดังนี้

- ตราสารที่ได้รับ rating AAA หรือ AA- จาก CRA 2 ราย โดย CRA รายหนึ่งต้องมาจาก S&P Moody‘s Fitch IBCA BankWatch หรือ Duff & Phelps ให้มีน้ำหนักความเสี่ยง ร้อยละ 20
- ตราสารที่ได้รับ rating A+ ถึง A- ให้มีน้ำหนักความเสี่ยงร้อยละ 50
- ตราสารที่ได้รับ rating ต่ำกว่า A- หรือไม่มีการจัด rating ให้มีน้ำหนักความเสี่ยงร้อยละ 100

ทั้งนี้ ถ้าผลการจัด rating จาก CRA 2 ราย ไม่ได้มีน้ำหนักความเสี่ยงเดียวกัน ให้ใช้น้ำหนักความเสี่ยงที่ต่ำกว่า

5. <u>ข้อสรุป</u>

ADB ก.ล.ต. และ SMC ควรหาแนวทางที่เหมาะสมในการพัฒนาตลาด โดยควรมีการอภิปรายถึงลำดับความสำคัญของการดำเนินการในเรื่องต่างๆ อย่างไรก็ดี หากทางการไม่มีกลไกในการรองรับการเปลี่ยนแปลงของตลาด securitization ในประเทศหรือต่างประเทศหรือว่าจ้างผู้ปฏิบัติงานที่มีประสบการณ์ในธุรกรรม ความก้าวหน้าของธุรกรรมดังกล่าวก็จะเป็นไปอย่างจำกัด

<u>ข้อเสนอแนะ (34)</u> เพื่อสร้างความรู้ความเข้าใจในเชิงกว้างและเชิงลึก ทางการไทยควรจัดดูงานในตลาด securitization ใน สหรัฐอเมริกา ยุโรป และฮ่องกง เพื่อดูตัวอย่างเกี่ยวกับ

การจัด rating การทำ credit enhancement และกลไกตลาดอื่นที่ช่วยให้มีการตรวจสอบและถ่วงดุลย์ การใช้กฎเกณฑ์ของทางการ และศึกษาการพัฒนาตลาดต่างประเทศได้อย่างใกล้ชิดมากขึ้น

<u>บทที่ 2</u> องค์ประกอบของความสำเร็จ

การทำให้ตลาด ABS สำหรับธุรกรรม Secrutization ประสบความสำเร็จจะต้องมีองค์ประกอบสำคัญดังนี้

2.1 <u>การมีข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่เพียงพอ</u>

ข้อมูลเกี่ยวกับสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการทำธุรกรรม securitization เนื่องจากกระแสเงินสดจากลูกหนี้ที่โอนให้ SPV เป็นรายได้หลักที่จะนำไปชำระผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV ดังนั้น จึงต้องทำให้ผู้ลงทุนเชื่อมั่นว่า กระแสรายได้จากลูกหนี้ภายหลังหักค่าใช้จ่ายต่าง ๆ จะเพียงพอชำระผลตอบแทนแก่ผู้ลงทุนได้ โดยทั่วไปจะใช้วิธีทำ stress test หรือ worst case scenario สำหรับลูกหนี้ในกองนั้น ๆ วิธีดังกล่าวจะหาผลกระทบต่อลูกหนี้ที่โอนให้ SPV ภายใต้สมมติฐานว่า ภาวะเศรษฐกิจขาลงที่ทำให้เกิดการว่างงานสูง หรืออัตราดอกเบี้ยสูง และเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจอื่นที่ทำให้ลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้ CRA ก็มักใช้เกณฑ์การทดสอบในลักษณะดังกล่าวสำหรับการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือตราสาร securitization ด้วย โดยจะประเมินคุณภาพลูกหนี้ตามสินทรัพย์อย่างละเอียด

ในระยะเริ่มแรกของการพัฒนาธุรกรรมนี้ การเก็บข้อมูลด้านสินทรัพย์ควรมีระบบที่เป็นมาตรฐาน มีบุคลากรในการเก็บข้อมูลสถิติการชำระหนี้ของสินทรัพย์ ในประเทศไทยมีเพียง 2 หน่วยงานที่สามารถจัดหาข้อมูลในภาคสินเชื่อที่อยู่อาศัย ได้แก่ ธปท. และธนาคารอาคารสงเคราะห์ สำหรับในภาครถยนต์จะหาแหล่งข้อมูลได้จากศูนย์วิจัยของบริษัท โตโยต้ามอเตอร์ ซึ่งจัดทำตัวเลขการขายรถและข้อมูลที่เกี่ยวข้องเป็นรายเดือน

2.2 <u>กรอบของกฎหมายที่ต้องพิจารณา</u>

การทำธุรกรรม securitization มีประเด็นทางกฎหมายเกิดขึ้นค่อนข้างมาก ได้แก่ กฎหมายได้ช่วยให้การโอนความเป็นเจ้าของลูกหนี้และสินทรัพย์ไปยัง SPV หรือไม่ กฎหมายได้แยกสินทรัพย์ของ SPV ออกจากการล้มละลายของ originator อย่างชัดเจนหรือไม่ กฎหมายมีการบังคับหลักประกันกรณีลูกหนี้ไม่ชำระเงินอย่างเพียงพอหรือไม่ มีความขัดแย้งหรือความไม่ชัดเจนที่เกิดจากกฎหมายหลักทรัพย์ กฎหมายทรัสต์ (ถ้ามี) และกฎหมายธนาคารพาณิชย์หรือไม่ ถ้าสถาบันการเงินถูกควบคุมกิจการโดยทางการ ลูกหนี้ที่ถูกขายไปให้ SPV จะยังคงชำระหนี้ต่อเพื่อให้ SPV ชำระผลตอบแทนต่อผู้ลงทุนหรือไม่ เป็นต้น

2.3 <u>ต้นทุนของธุรกรรมและภาระภาษี</u>

การพิจารณาด้านต้นทุนของธุรกรรมมีความสำคัญต่อการทำ securitization เพื่อประโยชน์ในการจัดหาเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ ทั้งนี้ ต้นทุนด้านภาษีของธุรกรรม securitization เป็นประเด็นพิจารณาที่สำคัญ หากมีต้นทุนดังกล่าวเพิ่มขึ้นมาก็จะทำให้ลดแรงจูงใจในการทำธุรกรรมนี้ลงไป ตัวอย่างกรณีการทำ securitization ของ SITCARS ซึ่งได้มีการโอนสินทรัพย์ในลักษณะการกู้ยืมมิใช่การขาย เพื่อไม่ต้องมีภาษีจากการขาย เมื่อ SITCARS ถูก ธปท. สั่งให้หยุดดำเนินกิจการ SPV จึงได้รับผลกระทบจากการถูกยึดทรัพย์สินมาไว้ที่ SITCARS ดังนั้น จึงมีความพยายามที่จะทำ securitization ในลักษณะขายขาดเพื่อเลี่ยงปัญหาข้างต้น แต่ก็ต้องระวังเรื่องภาษีการขายที่เพิ่มขึ้นมา

2.4 <u>การมี CRA ที่เชื่อถือได้</u>

CRA เป็นผู้มีบทบาทสำคัญในธุรกรรมนี้ ผู้ลงทุนมักจะพิจารณาผลการจัด rating ของ CRA เพื่อตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ CRA ต่างประเทศคุ้นเคยกับการจัด rating ตราสารที่รองรับการทำ securitization สำหรับสินทรัพย์ประเภทลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ของไทย ส่วนตราสาร ABS อื่น ๆ ของไทยยังไม่มี CRA รายใดที่พัฒนามาตรฐานการจัด rating ไว้แต่ก็ได้มีความคืบหน้าจากการเข้ามาทำความคุ้นเคยกับตลาดไทยในระดับหนึ่งบ้างแล้ว

2.5 <u>การทำ credit enhancement</u>

การทำ credit enhancement เป็นปัจจัยสำคัญหนึ่งที่ทำให้ยกระดับ rating จาก investment grade เป็นสูงกว่า investment grade วิธีการทำ credit enhancement ที่เป็นที่นิยมคือการทำ overcollateralization และ senior / subordination structure

<u>บทที่ 3</u> ภาพรวมของอุปสงค์ของธุรกรรม

3.1 <u>ภาพรวมของตลาดต่างประเทศ</u>

ธุรกรรม securitization ในสหรัฐอเมริกาเริ่มจากการออก MBS ของหน่วยงานรัฐบาลในช่วงกลางทศวรรษ 1970 โดย Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) Federal National Home Loan Association (Freddie Mac) และ Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) การออกตราสารของหน่วยงานดังกล่าวก็เพื่อรองรับการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย ในช่วงทศวรรษ 1980 การทำ securitization เริ่มพัฒนาไปอย่างรวดเร็วโดยใช้สินทรัพย์ประเภทลูกหนี้บัตรเครดิต สินเชื่อรถยนต์ ลูกหนี้เช่าซื้อ ลูกหนี้ commercial mortgage มาแปลงเป็นหลักทรัพย์

สำหรับตลาดยุโรปค่อย ๆ พัฒนาธุรกรรมดังกล่าวตามมา ปัจจุบันอังกฤษและฝรั่งเศสมีการทำธุรกรรมนี้ในสัดส่วนค่อนข้างสูงเทียบกับตลาดรวม นอกจากนี้ ส่วนออสเตรเลีย ญี่ปุ่น และฮ่องกง ก็ได้มีการทำ securitization สำเร็จไปแล้วหลายโครงการ

3.2 <u>ภาพรวมของตลาดไทย</u>

จากสภาพเศรษฐกิจการเงินที่ตกต่ำของไทยในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ทำให้การจัดหาเงินทุนโดยการทำ securitization ยังไม่เป็นที่จูงใจ ประกอบกับปัจจุบันสถาบันการเงินยังมีสภาพคล่องสูง และมักไม่ต้องการขายลูกหนี้เงินกู้ออกไป อย่างไรก็ดี แม้ว่ามีสถาบันการเงินบางแห่งสนใจจะนำลูกหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) มาทำ securitization แต่ก็มีอุปสรรคบางประการ เช่น ได้รับ credit rating ต่ำ และต้องตัดขาดทุนจากการขาย NPL ทั้งจำนวน ทั้งนี้ อุปสรรคสำคัญของธุรกรรมคือ การที่สถาบันการเงินมีสินเชื่อคุณภาพดีอยู่ไม่มากเมื่อเทียบกับสินเชื่อด้อยคุณภาพ การผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ต่าง ๆ ทำให้กระทบต่อการทำ securitization ในระยะยาว ที่ผ่านมามีการทำธุรกรรม securitization ของสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ได้แก่ สินเชื่อที่อยู่อาศัย 1 รายการ ลูกหนี้เช่าซื้อ 3 รายการ ลูกหนี้ค่าสินค้าส่งออก 1 รายการ

3.3 <u>การวิเคราะห์ประเภทสินทรัพย์</u>

3.3.1 <u>สินเชื่อที่อยู่อาศัย</u>

ตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยมีมูลค่าคงค้างในเดือนมิถุนายน 1998 ประมาณ 783 พันล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อที่อยู่อาศัยของธนาคารอาคารสงเคราะห์ 288 พันล้านบาท ธนาคารกรุงเทพ 92 พันล้านบาท ธนาคารไทยพาณิชย์ 79 พันล้านบาท ธนาคารกสิกรไทย 66 พันล้านบาท ที่เหลือเป็นของธนาคารขนาดเล็ก บริษัทเงินทุน บริษัทประกันภัย และธนาคารต่างประเทศ เจ้าหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่สนใจที่จะออกตราสาร MBS หากมีแรงจูงใจในทางเศรษฐศาสตร์ ได้แก่ การสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนได้มากขึ้นภายใต้ต้นทุนต่ำแทนการรับฝากเงินที่มีต้นทุนดำเนินการสูง หรือสถาบันการเงินจะสามารถลดอัตราการดำรงเงินกองทุนของตนได้

โดยการขายสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ SMC และลงทุนในตราสาร MBS จาก SMC ทั้งนี้ เนื่องจากสินเชื่อที่อยู่อาศัยจะถูกคิดน้ำหนักความเสี่ยงร้อยละ 50 และหากลงทุนในหุ้นกู้ชนิดทยอยคืนเงินต้น (amortizing bond) ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกัน ตามแผนการของ SMC จะถูกคิดน้ำหนักความเสี่ยงเพียงร้อยละ 20 อย่างไรก็ดี แผนการออก MBS ของ SMC อาจยังทำได้ยาก โดยสถาบันการเงินส่วนใหญ่ไม่ต้องการขายสินเชื่อคุณภาพดีให้ SMC เนื่องจากจะทำให้สัดส่วน NPL ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นกว่าเดิม อย่างไรก็ดี ในระยะเริ่มแรก SMC ควรจะมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาด MBS ในประเทศ ซึ่งจะต้องมีความสามารถในการวางระบบและการจัดการที่เหมาะสม และควรผ่อนคลายข้อกำหนดในการรับซื้อสินเชื่อที่อยู่อาศัย นอกจากนี้ การทำธุรกรรม securitization และออกตราสาร MBS ยังมีอุปสรรคจากการที่ผู้ลงทุนยังไม่คุ้นเคยกับตราสาร MBS และ CRA ที่มีเพียงรายเดียวก็ยังไม่ได้รับความเชื่อถือเท่าที่ควร

3.3.2 <u>ลูกหนี้เช่าซื้อ/ลีสซิ่ง</u>

ก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจมีการทำ securitization ลูกหนี้เช่าซื้อ/ลีสซิ่งรถยนต์ โดยออกตราสารเสนอขายในต่างประเทศจำนวน 3 โครงการ โดยจัดโครงสร้างในลักษณะเป็นเงินกู้มีหลักประกัน ทั้งนี้ ลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ดังกล่าวมีระยะเวลาการชำระหนี้ 48 เดือน มีอัตราการไถ่ถอนหนี้ก่อนกำหนดและระดับการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ จึงเป็นแรงจูงใจสำหรับการทำ securitization ในระยะเริ่มแรก อย่างไรก็ดี จากการที่ปริมาณการขายรถยนต์ในปี 1998 ลดลงมาก ความด้อยค่าในมูลค่ารถยนต์รวมทั้งการที่สถาบันการเงิน 56 แห่งถูกปิดกิจการทำให้ขาดแรงจูงใจในการทำ securitization แต่คาดว่าในปี 1999 ยอดขายรถยนต์จะกระเตื้องขึ้นและทำให้มีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์เพิ่มขึ้น ซึ่งจะเพิ่มโอกาสที่จะนำ port ลูกหนี้เช่าซื้อดังกล่าวมาทำ securitization มากขึ้น

แม้ว่าปัจจุบันมีการออกพระราชกฤษฎีกาที่ยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) เพื่อลดอุปสรรคด้านภาษีในการทำธุรกรรม แต่ยังมีประเด็นอื่นที่อาจต้องคำนึงถึง เช่น ความยุ่งยากในการจดทะเบียนการโอนรถยนต์ให้แก่ SPV ซึ่งต้องมีค่าธรรมเนียมการโอนกรรมสิทธิ์ในรถยนต์ด้วย ความจำเป็นในการรักษาบัญชีเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ไว้ในชื่อของ SPV เพื่อเลี่ยง commingling risk เพื่อได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ดี

3.3.3 <u>สินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL)</u>

ที่ผ่านมาสถาบันการเงินของไทยมีปัญหาการมี NPL เป็นจำนวนมาก ซึ่งหลายฝ่ายพยายามลดจำนวน NPL ด้วยวิธีต่าง ๆ การทำธุรกรรม securitization เป็นทางหนึ่งที่อาจช่วยลดจำนวน NPL ให้แก่สถาบันการเงินได้ อย่างไรก็ดี ปรส. ยังไม่ให้ความสนใจจะให้ทำ securitization เนื่องจากจะทำให้โครงการขายสินทรัพย์ของสถาบันการเงินที่ถูกปิดกิจการให้แก่ SPV ต้องล่าช้าออกไปมาก สำหรับบรรษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน (AMC) ซึ่งได้ประมูลซื้อ NPL จำนวน 31 พันล้านบาทจาก ปรส.อาจมีความเป็นไปได้ที่จะทำ securitization จาก NPL โดยต้อง

มีประโยชน์ที่จะได้รับมากพอ นอกจากนี้ สถาบันการเงินมักไม่ต้องการที่จะขาย NPL ออกไป เนื่องจากต้องรับรู้ขาดทุนทันทีแทนที่จะทยอยตั้งเป็นค่าใช้จ่ายเป็นงวด ๆ จึงมักจะรอให้ NPL ฟื้นฟูกลับมาดีขึ้นแทน

3.3.4 <u>ลูกหนี้บัตรเครดิต</u>

ตลาดบัตรเครดิตของไทยยังมีขนาดค่อนข้างเล็กมาก อุปสงค์ในการทำธุรกรรม securitization สำหรับลูกหนี้บัตรเครดิตยังคงต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่ง นอกจากนี้ ยังเป็นการยากสำหรับ CRA ที่จะจัด rating โดยต้องขึ้นกับระดับความเพียงพอในการทำ credit enhancement ระดับความสูญเสียของการผิดนัดชำระหนี้ ยิ่งไปกว่านั้น โดยที่นโยบายและตลาดเป้าหมายมีความแตกต่างกันมากในแต่ละผู้ให้บริการบัตรเครดิต CRA จึงจะต้องมีความเข้าใจดีเกี่ยวกับผู้ประกอบธุรกิจให้บริการบัตรเครดิตที่มีศักยภาพแต่ละราย ตลอดจนภาวะธุรกิจโดยรวม ก่อนที่จะกำหนดเกณฑ์การจัด rating สำหรับ ABS ของสินทรัพย์ประเภทนี้

3.3.5 <u>โครงการสาธารณูปโภค</u>

โครงการสาธารณูปโภคที่มีแนวโน้มการระดมทุนในตลาดทุนคือ โครงการด้านพลังงาน ส่วนโครงการทางด่วนต่าง ๆ ยังมีชื่อเสียงไม่ดีพอที่จะระดมทุนในตลาดทุน เนื่องจากการดำเนินงานที่ผ่านมายังไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร และถูกภาครัฐเข้าแทรกแซงค่อนข้างมาก ดังนั้นศักยภาพการระดมทุนในตลาดทุนต่างประเทศจึงค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้ ในการทำธุรกรรม securitization โครงการสาธารณูปโภค ควรให้มีการค้ำประกันโดยสถาบันการเงินระหว่างประเทศ เช่น World Bank IFC ADB เป็นต้น เนื่องจากอันดับ rating ของประเทศยังไม่สูงนัก เมื่อเร็ว ๆ นี้ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทยได้ระดมทุน 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐอมริกา โดยให้ World Bank เข้าค้ำประกัน จึงทำให้ได้รับ rating สูงกว่าของประเทศ นอกจากนี้ การไฟฟ้าภูมิภาคและการไฟฟ้านครหลวงยังมีความต้องการในการระดมทุนในระดับปานกลาง

3.3.6 <u>ลูกหนี้ธุรกิจส่งออก</u>

ผู้ส่งออกจำนวนหนึ่งและบริษัทที่มีลูกหนี้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศมีความสนใจในการทำธุรกรรม securitization อย่างไรก็ดี ที่ผ่านมีผู้ส่งออกเพียงรายเดียวที่ทำธุรกรรมดังกล่าว คือ บริษัทวงไพฑูรย์ฯ โดยเป็นการนำรายได้จากการส่งออกรองเท้ามาแปลงเป็นตราสารที่ออกหมุนเวียนในระยะ 5-10 ปีในวงเงิน 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัดในสหรัฐอเมริกาความเสี่ยงจากการที่ผู้ส่งออกมีลูกหนี้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศจะลดลงไปโดยการโอนลูกหนี้ดังกล่าวไปยัง SPV ในต่างประเทศอันจะทำให้ต้นทุนการระดมทุนต่ำลง สามารถบริหารให้อายุสินทรัพย์และอายุหนี้สินสอดคล้องกัน รวมทั้งทำให้การประมาณการกระแสเงินสดทำได้ง่ายขึ้น ดังนั้นลูกหนี้ธุรกิจส่งออกจึงยังเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจที่จะทำ securitization อย่างไรก็ดี ยังคงมีปัจจัยที่ต้องพิจารณาคือ ต้องมีบุคคลที่ 3 เป็นผู้ค้ำประกัน และควรต้องมี CRA ต่างประเทศเป็นผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือ เนื่องจากผู้ลงทุนต่างประเทศกลัวความเสี่ยงในการลงทุนในตราสารของประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่

<u>บทที่ 4</u> อุปทานของแหล่งเงินทุนและประเด็นพิจารณาในด้านผู้ลงทุน

การทำ securitization ไม่เพียงเป็นความต้องการของผู้ออกตราสาร ABS หรือ MBS เพื่อให้ได้ประโยชน์จากการทำธุรกรรม แต่ยังเป็นความต้องการของผู้ลงทุนทั้งประเภทสถาบันและรายย่อย ผู้ลงทุนเหล่านี้จะเน้นสภาพคล่องในการเปลี่ยนมือ คุณภาพความน่าเชื่อถือของตราสาร โดยจะพิจารณาจากการค้ำประกัน และการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ CRA ต่างประเทศ และอัตราผลตอบแทน อย่างไรก็ดี การมีหน่วยงานหลายหน่วยงานเป็นผู้กำกับดูแลกลุ่มผู้ลงทุนประเภทสถาบันให้ปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การลงทุนจะทำให้ยากในการประสานงานกว่าการมีหน่วยงานกำกับดูแลเพียงหน่วยงานเดียว

ผู้ลงทุนในตราสารหนี้ไทยส่วนใหญ่เป็นผู้ลงทุนประเภทสถาบัน รายหลัก ๆ ได้แก่ กองทุนรวมตราสารหนี้ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และบริษัทประกันชีวิต ในช่วงต้น ค.ศ. 1999 สินทรัพย์รวมของผู้ลงทุน 4 กลุ่มนี้ มีประมาณ 592 พันล้านบาท ประกอบด้วยสินทรัพย์ของบริษัทประกันชีวิต 257 พันล้านบาท กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ 179 พันล้านบาท กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ 93 พันล้านบาท และกองทุนรวมตราสารหนี้ 63 พันล้านบาท ทั้งนี้ ผู้ลงทุนประเภทต่าง ๆ มีวัตถุประสงค์และข้อจำกัดในการลงทุนโดยเปรียบเทียบกัน สรุปได้ดังนี้

4.1 <u>กองทุนรวมและกองทุนรวมตราสารหนี้</u>

กองทุนรวมเป็นผู้ลงทุนระยะปานกลางซึ่งถูกกำกับดูแลโดย ก.ล.ต. โดยกองทุนรวมจะต้องคอยรักษาสภาพคล่องของกองทุน เนื่องจากจะต้องบันทึกการลงทุนตามราคาตลาด (mark to market) ทุกสิ้นเดือน ในเดือนมกราคม 1997 มีกองทุนรวมตราสารหนี้ 70 กองทุน โดยแบ่งเป็นกองทุนระยะสั้นลงทุนในตราสารที่มีอายุที่เหลือน้อยกว่า 1 ปี และกองทุนระยะยาวลงทุนในตราสารที่มีอายุเฉลี่ย 2.5 ปี กองทุนรวมต่าง ๆ จะมีข้อจำกัดในการลงทุนในตราสารต่าง ๆ

ปัจจุบัน ก.ล.ต. ยังไม่อนุญาตให้กองทุนรวมจัดตั้งเป็น SPV แต่มีข้อกำหนดให้กองทุนรวมสามารถลงทุนในหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่ investment grade ได้เพียง 5% ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (NAV) กองทุนรวมประเภท 2 และประเภท 3 สามารถซื้อได้ทั้งหนี้ที่ก่อให้เกิดรายได้ (PL) และหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) การจ่ายคืนเงินปันผลมากกว่า 2 ใน 3 ของกำไรสุทธิที่ได้รับจากการจำหน่ายลูกหนี้และสินทรัพย์จะเป็นไปตามการพิจารณาของคณะกรรมการ ก.ล.ต. และบางกรณีก็มีกรมสรรพากรร่วมพิจารณาด้วย กองทุนรวมทั้ง 2 ประเภทดังกล่าวสามารถทำสัญญา swap, forwards หรือทำ hedging ได้ตราบเท่าที่ไม่เป็นอุปสรรคต่อการดำเนินงานกองทุน

ประเด็นเรื่องสภาพคล่องของกองทุนรวมตราสารหนี้เป็นเรื่องสำคัญ ส่วนใหญ่กองทุนรวมตราสารหนี้จะเป็นกองทุนเปิดจึงมักมีปัญหาเรื่องการไถ่ถอนของผู้ลงทุน ซึ่งในอดีตมีการไถ่ถอนเพิ่มขึ้นสูงถึง 50% ของมูลค่ากองทุนในแต่ละวัน

กองทุนรวมมีข้อจำกัดในการลงทุนในตราสารของผู้ออกตราสารแต่ละราย จึงอาจช่วยกำหนดขนาดที่เหมาะสมของ MBS หรือ ABS ตัวอย่างเช่น หาก MBS หรือ ABS มีมูลค่า 4.3 พันล้านบาท กองทุนรวมซึ่งถูกกำหนดให้ลงทุนในตราสารแต่ละ issue ไม่เกิน 5% ดังนั้น กองทุนรวมแต่ละกองจึงสามารถจัดสรรเงินลงทุนสำหรับตราสารดังกล่าวได้เพียง 215 ล้านบาท

4.2 <u>กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ</u>

กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ถูกกำกับดูแลโดยกระทรวงการคลัง โดยมีข้อกำหนดให้กองทุนบำเหน็จบำนาญฯ สามารถลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำได้ 60% ของมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุน เช่น หุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับ investment grade เงินฝากธนาคาร พันธบัตรรัฐบาล ตราสาร ABS และ MBS และลงทุนในตราสารที่เสี่ยงได้ไม่เกินร้อยละ 40 ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นกู้บริษัท หุ้นกู้ที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ (เช่น ปตท.สผ. การบินไทย) และหุ้นกู้ที่ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

สำหรับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพซึ่งในอดีตถูกกำกับดูแลโดยกระทรวงการคลัง ได้มีกฎเกณฑ์การลงทุนคล้ายกับกองทุนบำเหน็จบำนาญฯ แต่มีข้อแตกต่างบางประการคือ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพสามารถลงทุนในหุ้นกู้ทั้งที่มีการจัดอันดับและไม่มีการจัดอันดับรวมกันไม่เกิน 25% ของสินทรัพย์รวม ส่วนกองทุนบำเหน็จบำนาญฯ จะลงทุนได้ไม่เกิน 20% ของสินทรัพย์รวม

ทั้งนี้ ในกรณีการลงทุนในตราสาร MBS ของ SMC ซึ่งมีกระทรวงการคลังค้ำประกัน หรือหุ้นกู้ของ SPV ที่จัดตั้งโดย SMC ซึ่งมี rating เป็น investment grade จะถือเป็นหลักทรัพย์ประเภทที่อยู่ในกลุ่มการลงทุนได้ 60% (ประเภทความเสี่ยงต่ำ) แต่ถ้าเป็นตราสาร MBS ที่ SMC เป็นผู้ค้ำประกันนั้น ยังไม่มีความชัดเจนว่าจะเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มการลงทุนในระดับใด โดยอาจอยู่ในกลุ่มการลงทุนได้ 40% (ประเภทความเสี่ยงสูง) ซึ่งจะทำให้กองทุนทั้ง 2 ประเภทดังกล่าวถูกจำกัดจำนวนการลงทุนลงไป

4.3 <u>บริษัทประกันชีวิต</u>

บริษัทประกันชีวิตถูกกำกับดูแลโดยกรมการประกันภัย กระทรวงพาณิชย์ ปัจจุบัน กรมการประกันภัยยังไม่อนุญาตให้บริษัทประกันชีวิตลงทุนในตราสาร ABS เพียงแต่ให้ลงทุนในรูปของเงินฝาก หน่วยลงทุน หุ้นกู้บริษัท พันธบัตรรัฐบาลและหุ้นสามัญ ทั้งนี้ กฎเกณฑ์ดังกล่าวเป็นกฎเกณฑ์เดิมตั้งแต่เมื่อ 6 ปีที่ผ่านมา และอยู่ระหว่างการทบทวนใหม่ เนื่องจากข้อกำหนดบางประการไม่สามารถปฏิบัติได้ อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาโครงการเห็นว่าหากตราสาร ABS อยู่ในรูปหุ้นกู้ บริษัทประกันชีวิตก็ควรสามารถลงทุนในตราสาร ABS ได้ภายใต้กฎเกณฑ์การลงทุนในปัจจุบัน

โดยที่บริษัทประกันภัยไม่ได้รับอนุญาตให้ลงทุนในหุ้นกู้เกิน 10% ของมูลค่าหุ้นกู้ของบริษัทใด ๆ ซึ่งกรมการประกันภัยเห็นว่า ข้อจำกัดนี้จะใช้กับตราสาร MBS ที่ออกโดย SMC หรือตราสารที่ค้ำประกันโดย SMC หรือที่มีอสังหาริมทรัพย์จำนองเป็นประกัน นอกจากนี้ บริษัทประกันภัยสามารถลงทุนในหุ้น หุ้นกู้บริษัท พันธบัตรภาครัฐได้ไม่เกิน 30% และลงทุนในหน่วยลงทุนได้ไม่เกิน 20% ของสินทรัพย์รวมของบริษัทประกันภัย ทั้งนี้ ยังมีข้อจำกัดห้ามลงทุนในหุ้น หุ้นกู้บริษัท หรือหน่วยลงทุนของบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใด ๆ เกิน 5% ของสินทรัพย์รวมของบริษัทประกันภัย นอกจากนี้ สำหรับตราสารที่ออกโดยนิติบุคคลต่างประเทศนั้น บริษัทประกันภัยก็ยังไม่ได้รับอนุญาตให้ลงทุนได้หากไม่ได้รับความเห็นชอบจากกรมการประกันภัย แม้ว่าจะได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจาก S&P และ Moody's ในระดับ AAA ก็ตาม

4.4 <u>ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน</u>

ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนถูกกำกับดูแลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) โดยการลงทุนของสถาบันการเงินดังกล่าวจะต้องคำนึงถึงน้ำหนักความเสี่ยงและสภาพคล่อง ทั้งนี้ ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้ลงทุนในตราสารได้ไม่เกิน 25% ของตราสารที่ออกนั้น และลงทุนในตราสารทุนไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์ของบริษัทที่ไปลงทุน และไม่เกิน 20% ของเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์

สำหรับการลงทุนในตราสาร securitization จะคำนึงถึงน้ำหนักความเสี่ยง และคุณภาพของสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์เป็นหลัก

4.5 <u>ข้อเสนอแนะสำหรับตลาด ABS ไทย</u>

4.5.1 โดยทั่วไปผู้ลงทุนไทยสนใจลงทุนตราสารการเงินใหม่ ๆ อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนสถาบันและรายย่อยยังไม่คุ้นเคยกับตราสารที่เป็น structured finance จึงควรได้รับการฝึกอบรมหรือสัมมนาสร้างบรรยากาศการลงทุนให้ดูน่าสนใจ

<u>ข้อเสนอแนะ</u> ภาครัฐควรช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนโดยให้หน่วยงานต่าง ๆ เช่น ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (Thai BDC) SMC และองค์กรที่เกี่ยวข้อง เป็นผู้จัดอบรมให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนโดยอาจอยู่ในรูปของการสัมมนา จัดกลุ่มอภิปราย หรือการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นอย่างไม่เป็นทางการเพื่อให้ผู้ลงทุนเข้าใจและลดประเด็นความเป็นห่วงในการลงทุนในตราสาร ABS และ MBS

4.5.2 ในด้านผู้ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย มีข้อสังเกตดังนี้

(1) ผู้ลงทุนจะเน้นเรื่องสภาพคล่องในการลงทุน คาดว่าตราสาร ABS ในประเทศไทยจะยังไม่มีสภาพคล่องจนกว่าความน่าสนใจในการซื้อขายจะดีขึ้น

(2) ความน่าเชื่อถือของ TRIS ลดลงมากในช่วงปีที่ผ่านมา โดยผู้ลงทุนให้ความเชื่อถือ CRA ต่างประเทศในการจัดอันดับตราสาร ABS มากกว่า TRIS เนื่องจากตลาดไทยยังไม่คุ้ยเคยกับตราสารประเภทนี้ การขาดข้อมูลเกี่ยวกับการชำระหนี้ของลูกหนี้ ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกระแสเงินสดและลักษณะของตราสาร ABS ตลอดจนคุณภาพสินทรัพย์ลดลงมากในหลายปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ ปัญหาความไม่แน่นอนในกระบวนการล้มละลายและการบังคับหลักประกัน ซึ่งยังทำให้ผู้ลงทุนยังมีความเป็นห่วงอยู่ อย่างไรก็ดี ผู้ลงทุนอาจยอมรับตราสาร MBS ที่ไม่มี rating ถ้าตราสารดังกล่าวมี SMC หรือกระทรวงการคลังหรือสถาบันที่น่าเชื่อถือเป็นผู้ค้ำประกัน แต่จะต้องเปิดเผยข้อมูลการใช้เงินซื้อลูกหนี้ รวมทั้งรายละเอียดการชำระหนี้ของลูกหนี้ดังกล่าว

(3) อายุการไถ่ถอนตราสารเป็นปัจจัยที่ผู้ลงทุนให้ความสำคัญ ทั้งนี้ อายุเฉลี่ยของ MBS มักจะยาวนานเพื่อให้สอดคล้องกับลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัยซึ่งมักมีอายุ 15 ถึง 20 ปี ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงต้องการความคุ้มครองในเรื่องสภาพคล่องที่รองรับระยะเวลาการไถ่ถอนที่ยาวนาน เช่น ให้สิทธิผู้ลงทุนไถ่ถอนก่อนกำหนด (put option) สำหรับกรณี ABS ที่ค้ำประกันโดย NPL ควรให้มีอายุตราสารไม่เกิน 3 ปี เนื่องจากมีความไม่แน่นอนของการฟื้นฟูกิจการของธุรกิจ นอกจากนี้ การออก ABS หลาย ๆ tranche ก็อาจช่วยแก้ปัญหาเรื่องอายุการไถ่ถอนยาวได้ แต่ก็อาจทำให้สภาพคล่องในการเปลี่ยนมือของแต่ละ tranche ลดลงได้

(4) หากตราสาร ABS และ MBS ไม่ได้รับการค้ำประกันจากกระทรวงการคลัง ตราสารนั้นจะต้องให้ผลตอบแทนสูงขึ้นเพื่อรองรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น โดยผู้ลงทุนหลายรายยังไม่มั่นใจว่าตราสารที่ SMC ค้ำประกันจะได้รับการปฏิบัติเสมือนเป็นตราสารที่รัฐวิสาหกิจเป็นผู้ออกหรือไม่ ที่ปรึกษาโครงการเห็นว่าในช่วงเริ่มแรกของการพัฒนา ควรทำให้ผู้ลงทุนรับรู้ว่า SMC มีสถานะเป็นองค์กรที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ และมีความมั่นคงเพียงพอ

(5) กองทุนบำเหน็จบำนาญฯ และบริษัทประกันชีวิตบางรายยังขาดความชัดเจนว่า จะสามารถลงทุนในตราสาร ABS หรือ MBS ได้หรือไม่ ที่ปรึกษาโครงการเห็นว่าหากตราสาร ABS หรือ MBS ในประเทศอยู่ในรูปหุ้นกู้ ผู้ลงทุนประเภทดังกล่าวก็ควรลงทุนได้ตามปกติ

<u>ข้อเสนอแนะ</u> หน่วยงานทางการควรทบทวนและประเมินกรอบของกฎเกณฑ์การลงทุนในตราสาร ABS หรือ MBS โดยกระทรวงการคลังควรออกประกาศให้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพสามารถลงทุนในตราสารที่มี rating ในปริมาณที่กำหนด นอกจากนี้ ทางการควรทำให้ผู้ลงทุนประเภทต่าง ๆ เข้าใจชัดเจนว่าจะสามารถลงทุนในตราสาร ABS หรือ MBS หรือไม่ และในอัตราใด และหากเป็นไปได้ควรให้หน่วยงานเพียงแห่งเดียวเป็นศูนย์กลางกำหนดกรอบการลงทุนของผู้ลงทุนประเภทต่าง ๆ เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้

ตารางเปรียบเทียบวัตถุประสงค์และข้อจำกัดในการลงทุนของผู้ลงทุนสถาบันไทย

	กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	สถาบันการเงิน	กองทุนรวม	บริษัทประกันชีวิต
หน่วยงานกำกับดูแล	กระทรวงการคลัง	ธนาคารแห่งประเทศไทย	ก.ล.ต.	กระทรวงพาณิชย์
วัตถุประสงค์ของการลงทุน	ตราสารที่อัตราดอกเบี้ยคงที่ กลัวความเสี่ยง	ตราสารที่มีสภาพคล่องและความเสี่ยงต่ำ	ตราสารที่มีสภาพคล่องและ mark to market	จัดให้ระยะเวลาการลงทุนในสินทรัพย์สอดคล้องกับหนี้สิน
ระยะเวลาของการลงทุน	ระยะยาว	ระยะสั้นถึงปานกลาง	ระยะปานกลาง (7 หรือ 10 ปี	ระยะยาว
ผลตอบแทนอ้างอิง	เงินฝากประจำ	ส่วนต่างต้นทุนของเงินทุนรวมทั้ง yield curve ของตราสารภาครัฐ	yield curve ของตราสารภาครัฐและเงินฝากประจำ	พันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี
ทัศนคติต่อตราสารของ SMC	เป็นตราสาร blue chip อัตราดอกเบี้ยดี การไถ่ถอนก่อนกำหนดต่ำ	เป็นตราสาร blue chip อัตราดอกเบี้ยดี น้ำหนักความเสี่ยง 20% ใช้เป็น reserve ได้	ผลตอบแทนอัตราลอยตัว มีสภาพคล่อง การไถ่ถอนก่อนกำหนดต่ำ	ต้องได้รับการยืนยันสถานะหุ้นกู้จากกรมการประกันภัย สภาพคล่องดี
ทัศนคติต่อ ABS	ต้องให้กระทรวงการคลังออกกฎรองรับการลงทุนในตราสาร ABS	เชิงบวก แต่ต้องมีกฎการลงทุน เช่น การดำรงเงินกองทุนตาม BIS	เชิงบวกแต่มีประเด็นด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงและการจัด rating	กฎหมายธุรกิจประกันภัยไม่ได้ระบุเรื่องการให้ความเห็นชอบสำหรับตราสาร ABS
การจัด rating	ไม่บังคับ	ไม่บังคับ	ไม่บังคับ	ไม่บังคับ
ข้อจำกัดการลงทุนในผู้ออกตราสาร 1 ราย	กบข. ให้ลงทุนในหุ้นกู้ที่ไม่มี rating ของ issuer ต่อ 1 รายได้ 2% ของสินทรัพย์รวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพให้ลงทุนในหุ้นกู้ของ issuer รายใดรายหนึ่งได้ <5%	ให้ลงทุนใน ABS ได้ <25% ของเงินกองทุนขั้นที่ 1	ลงทุนในหุ้นกู้ที่มี rating ได้ 15% ของ NAV และในหุ้นกู้ที่ไม่มี rating ได้ 5% ของ NAV	ลงทุนได้ <5% สินทรัพย์รวม
ข้อจำกัดการลงทุนในตราสารในแต่ละรุ่นที่ออก	ไม่จำกัด	ลงทุนในหุ้นได้ <10% ของหุ้นที่ออกแล้วของบริษัทหนึ่ง ๆ	ไม่จำกัด	ลงทุนได้ไม่เกิน 10% ของหุ้นกู้ของแต่ละบริษัท
ความต้องการลงทุนใน MBS	3 พันล้านบาท	1 พันล้านบาท	1.5 พันล้านบาท	1.5-2 พันล้านบาท

<u>บทที่ 5</u> การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (rating)

5.1 <u>เกณฑ์การจัด rating ของ CRA</u>

เกณฑ์พื้นฐานของการจัด rating ตราสารที่เป็น structured finance มี 4 ประการ ดังนี้

5.1.1 ประเด็นทางกฎหมาย จะพิจารณาในเรื่องดังนี้

(1) การโอนสินทรัพย์ให้ SPV เป็น bankruptcy remote หรือไม่

(2) commingling risk กรณีที่ผู้โอนประสบภาวะล้มละลาย และเงินที่ SPV ได้รับจากการชำระหนี้ของลูกหนี้ถูกนำไปอยู่ในบัญชีของผู้โอนซึ่งทำหน้าที่เรียกเก็บเงินให้ (เป็น servicer)

(3) ลูกหนี้มีสิทธิหักกลบลบหนี้กับ originator หรือไม่

5.1.2 คุณภาพของผู้โอน / servicer และสินทรัพย์ที่ทำ securitization

(1) ประวัติการชำระหนี้ของสินทรัพย์

(2) คุณภาพการให้สินเชื่อของผู้โอน และการเรียกเก็บหนี้ของ servicer ที่จะทำให้มั่นใจได้ว่าจะเรียกเก็บหนี้ได้พอเพียง

(3) การเรียกเก็บหนี้ยังสามารถดำเนินไปอย่างต่อเนื่องหรือไม่เมื่อเกิดกรณีผู้โอนหรือ servicer จะล้มละลาย

(4) แผนฉุกเฉินหากเกิดกรณีที่ servicer ล้มละลายหรือถูกปิดกิจการโดยทางการ เช่น การมี back up servicer

5.1.3 การประเมินกระแสเงินสดตลอดโครงการ เช่น ทำ worst case scenario

5.1.4 การประเมิน sovereign risk กรณีตราสารหนี้ขายต่างประเทศ

การจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสาร ABS ในไทยจะมีความยากในการกำหนด worst case scenario เนื่องจากการประเมินสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินของไทยในปัจจุบันทำได้ยาก สภาพแวดล้อมทางกฎหมายเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ ยังยากที่จะหาข้อมูลด้านการตลาดและประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้ ทั้ง CRA ไทย (TRIS) และ CRA ต่างประเทศยังอยู่ขั้นเริ่มต้นของการจัดอันดับตราสาร securitization ในประเทศซึ่งต้องใช้เวลาและประสบการณ์ระดับหนึ่ง

5.2 <u>ความจำเป็นให้มีการแข่งขันในธุรกิจ rating</u>

ปัจจุบันสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือของไทยมีเพียง TRIS เท่านั้น ทำให้เกิดการผูกขาดซึ่งไม่เกิดประโยชน์ต่อตลาดทุน จึงเสนอแนะให้ ก.ล.ต. อนุญาตให้ CRA ต่างประเทศเข้ามาจัดอันดับตราสาร ABS ได้ และสนับสนุนให้ CRA ต่างประเทศเข้ามาจัดตั้งในประเทศได้โดยผ่อนคลายเกณฑ์เรื่องขนาดทุนของบริษัท และความเป็นเจ้าของโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ

5.3. <u>การทำให้ตราสารได้รับอันดับ rating สูง</u>

5.3.1 ปัจจุบัน S&P ได้จัด rating ประเทศไทยในอันดับ BBB- ซึ่งเป็น investment grade ส่วน Moody's จัดอันดับไว้ที่ Ba1 ซึ่งเป็น non-investment grade ดังนั้น บริษัทที่จะออกหุ้นกู้ให้ได้ rating ที่ดีกว่า rating ของประเทศเพื่อให้ระดมทุนได้ด้วยต้นทุนต่ำจึงต้องจัดให้หุ้นกู้นั้นมีการค้ำประกันโดยนิติบุคคลต่างประเทศที่น่าเชื่อถือ เช่น ธนาคารต่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ export credit agencies หรือผู้ค้ำประกันที่มี rating สูงกว่าของประเทศไทย จึงเสนอแนะให้ ADB ช่วยค้ำประกันตราสาร securitization ของไทยบางส่วน และให้มี financial guarantor อื่นร่วมค้ำประกันในส่วนที่เหลือเพื่อให้ตราสารนั้นได้รับ rating AAA ซึ่งจะทำให้ตราสารนั้นสามารถระดมทุนได้ง่ายขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการระดมทุนจากต่างประเทศ

นอกจากนี้ การทำให้ได้ rating ดีอาจเกิดขึ้นในกรณีที่เป็นการทำ securitization ลูกหนี้ค่าสินค้าซึ่งอยู่ในต่างประเทศ โดยลูกหนี้ดังกล่าวเป็นนิติบุคคลในต่างประเทศที่มีชื่อเสียงและฐานะการเงินมั่นคงซึ่งจะทำให้มั่นใจว่าลูกหนี้ดังกล่าวจะชำระหนี้ตามกำหนดได้

5.3.2 การปรับปรุงข้อกำหนดของกฎหมาย เช่น ความชัดเจนทางกฎหมายสำหรับการโอนแบบ true sale แก้ไขประเด็นภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ที่ควรให้การรับโอนลูกหนี้ของ SPV ไม่ต้องมีภาระภาษี VAT โดยควรให้ SPV ยังสามารถจดทะเบียนเป็นผู้ประกอบการภายใต้ภาษี VAT ซึ่ง SPV ยังคงมีสิทธิและหน้าที่ในการออกใบเสร็จรับเงินพร้อมใบกำกับภาษี VAT ให้แก่ลูกหนี้ได้ นอกจากนี้ยังมีการปรับปรุงประกาศให้มีข้อกำหนดที่ช่วยลด set off risk, commingling risk เป็นต้น

5.4. <u>ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของสินทรัพย์</u>

ปัจจุบันตลาดสินเชื่อต่าง ๆ ยังไม่มีสถาบันที่เก็บข้อมูลในรายละเอียดของสินเชื่อต่าง ๆ ไว้เพียงพอที่จะใช้ประเมินความเสี่ยงในการชำระหนี้ของลูกหนี้ ซึ่งเป็นอุปสรรคอย่างมากต่อการพัฒนาธุรกรรม ทั้งนี้ การประเมินความเสี่ยงดังกล่าวยังจะต้องมีรายละเอียดเกี่ยวกับอัตราส่วนมูลค่าสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ปีที่เริ่มให้สินเชื่อ พื้นที่ทางภูมิศาสตร์ ประวัติการก่อหนี้ของลูกหนี้ เป็นต้น จึงเสนอแนะให้ภาครัฐให้ความสำคัญต่อการพัฒนาและการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของสินทรัพย์ โดย SMC ควรเป็นหน่วยงานที่รับผิดชอบในการเก็บและเผยแพร่ข้อมูลสินเชื่อที่อยู่อาศัยอย่างต่อเนื่องเป็นประจำและควรเป็นผู้นำที่ร่วมมือกับศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยในการพัฒนาและเผยแพร่ข้อมูลในอดีตและอนาคตของสินทรัพย์

5.5 <u>การโอนหน้าที่การเรียกเก็บหนี้ไปยัง servicer ที่เป็นบุคคลที่ 3</u>

ในตลาดต่างประเทศเช่นสหรัฐอเมริกา servicer ที่เป็นบุคคลที่ 3 มีบทบาทสำคัญในการติดตามเรียกเก็บหนี้ ทั้งนี้ servicer ไม่ถูกกำกับดูแลจากหน่วยงานใดแต่ก็จะถูกตรวจสอบจากผู้เกี่ยวข้องในธุรกรรมอื่น กล่าวคือ Fannie Mae และสถาบันที่เป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยรายอื่นได้กำหนดมาตรฐานซึ่ง servicer ของตนต้องปฏิบัติ และ CRA ก็จะเน้นจัด rating ความสามารถในการเรียกเก็บหนี้ของบุคคลดังกล่าว ผู้ลงทุนและ credit enhancer จะติดตามและตรวจสอบประสิทธิภาพของ servicer เป็นประจำ สำหรับประเทศไทยการให้บริการเรียกเก็บหนี้เป็นเพียงกิจกรรมการดำเนินงานในลำดับรองของสถาบันการเงิน ธปท. มิได้มีประสบการณ์ในการกำกับดูแลการทำหน้าที่เป็น servicer ของสถาบันการเงินมากนัก จึงควรมีการหารือเป็นประจำกับสถาบันการเงินที่ให้บริการดังกล่าวในเรื่องการพัฒนากิจกรรมการดำเนินงานดังกล่าว เพื่อให้ผู้บริหารของสถาบันการเงินให้ความสนใจที่จะดำเนินธุรกิจการเรียกเก็บหนี้ซึ่งเสมือนเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์แทน SPV

5.6 <u>การลดปัญหาความไม่สอดคล้องกันของกระแสรายได้</u>

ในบางกรณีดอกเบี้ยรับจากลูกหนี้เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับดอกเบี้ยจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ของ SPV ที่อาจกำหนดอัตราคงที่ หากเกิดสถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยรับก็จะกระทบต่อความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ของ SPV ดังนั้น เพื่อให้ได้ rating ที่ดีผู้ทำธุรกรรมจึงต้องแสดงให้เห็นว่า มีการจัดโครงสร้างธุรกรรมที่รองรับความเสี่ยงนี้ไว้แล้ว อันจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับชำระต้นเงินและดอกเบี้ยตามกำหนด

<u>บทที่ 6</u> การเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (credit enhancement)

6.1 <u>ทางเลือกในการเพิ่มความน่าเชื่อถือของตราสาร (credit enhancement)</u>

ผู้ลงทุนในตราสาร ABS ต้องการให้มีการทำ credit enhancement เพื่อรองรับความเสียหายที่เกิดจากสินทรัพย์ แนวทางในการทำจะแบ่งได้เป็น การคุ้มครองความเสียหายขั้นต้น (first loss protection) เช่น การจัดโครงสร้างแบบ senior-subordination การจัดโครงสร้างแบบ overcollateralization การให้สิทธิไล่เบี้ยไปยัง originator และการมีบัญชี spread account เป็นต้น นอกจากนี้ ยังมีการคุ้มครองความเสียหายขั้นที่ 2 (second loss protection) ซึ่งมีทั้งการจัดโครงสร้างให้รองรับความเสี่ยง และการค้ำประกันจากบริษัทรับประกันทางการเงินที่เป็นบุคคลที่ 3 ทั้งนี้ ในระยะแรกของการพัฒนาตลาด การทำ credit enhancement ควรเริ่มด้วยการให้บุคคลที่ 3 ค้ำประกันตราสารและเมื่อตลาดเริ่มอยู่ตัวจึงใช้วิธีจัดโครงสร้างแบบ senior-subordination

วิธีการทำ credit enhancement สรุปได้ดังนี้

6.1.1 <u>Letter of credit</u> (LOC)

เป็นวิธีการดั้งเดิมที่สุด โดยธนาคารที่มี rating ดีจะออก LOC ให้กับ SPV เพื่อให้ความคุ้มครองความเสี่ยงจากความเสียหายของกองทรัพย์สินบางส่วน ดังนั้น ตราสาร ABS จะมี rating ตาม rating ของธนาคาร แต่เมื่อเศรษฐกิจตกต่ำธนาคารเริ่มไม่นิยมที่จะออก LOC เนื่องจากกฎเกณฑ์เกี่ยวกับความเพียงพอของเงินกองทุนทำให้การออก LOC มีค่าความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ธนาคารจึงต้องคิดค่าธรรมเนียมสูงขึ้น

6.1.2 <u>Cash Collateral Accounts (CCA) และ Collateral Investment Accounts (CIA)</u>

โครงสร้างดังกล่าวจะเป็นการจัดให้มีเงินสดสำรองสำหรับรองรับความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องและความสามารถในการชำระหนี้ ในกรณี CCA ธนาคารจะให้กู้แก่ SPV และ SPV จะฝากเงินที่ได้รับนั้นต่อธนาคาร ทั้งนี้ ธนาคารจะคิดค่าธรรมเนียมจากส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่จ่ายให้ SPV และอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้แก่ SPV ซึ่งมักอยู่ในระดับ 0.5-1% นอกจากนี้ ยังมีวิธี CIA ซึ่งจะใช้แทนวิธี CCA และ LOC ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีโครงสร้างคือผู้ลงทุนซึ่งซื้อตราสารด้อยสิทธิจาก SPV ผู้ลงทุนนั้นจะมีความเสี่ยงเช่นเดียวกับเจ้าหนี้ในกรณีของ CCA ทั้งนี้ การใช้วิธี CIA จะทำให้ originator สามารถตัดลูกหนี้ออกจากงบดุลได้ด้วย

6.1.3 <u>การค้ำประกันตราสาร</u>

การจัดให้มีการค้ำประกันสำหรับตราสาร ABS จะช่วยให้ตราสารนั้นมีอันดับความน่าเชื่อถือดีขึ้น มีอายุไถ่ถอนยาวนานขึ้น ต้นทุนการกู้ยืมต่ำลง การเข้าไประดมทุนในตลาดการเงินทำได้ง่าย มีฐานผู้ลงทุนกว้างขวางขึ้น รวมทั้งมีความยืดหยุ่นทางการเงิน ในด้านผู้ลงทุน

ก็จะได้รับความคุ้มครองในการได้รับชำระหนี้ การเปลี่ยนมือของตราสารมีความคล่องตัว มีอัตราผลตอบแทนดีภายใต้ความเสี่ยงต่ำ การทำ credit enhancement วิธีนี้จึงเป็นที่นิยมในตลาดโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อตราสารมีความเสี่ยงสูง

6.1.4 <u>โครงสร้าง senior-subordination</u>

โครงสร้างนี้มีความสำคัญมากต่อการทำ credit enhancement ด้วยตัวตราสารเอง โดยการออกตราสารเป็นหลาย tranche ที่มีความเสี่ยงต่างกัน เช่น senior tranche ที่มีความเสี่ยงต่ำ และ subordinated tranche ที่มีความเสี่ยงสูง ทั้งนี้ หากลูกหนี้ของ SPV ผิดนัดชำระหนี้ ผู้ลงทุนใน subordinated tranche จะได้รับความเสียหายเป็นอันดับแรก และหากความเสียหายนั้นมีมากเกินกว่ามูลค่าของ subordinated tranche ผู้ลงทุนใน senior tranche ก็จะได้รับความเสียหายในอันดับต่อมา โครงสร้างนี้จึงเป็นการทำให้ความน่าเชื่อถือใน senior tranche ดีขึ้น อย่างไรก็ดี สำหรับการทำธุรกรรมโดยใช้สินทรัพย์ประเภทใหม่ ๆ หรือมีโครงสร้างซับซ้อน ผู้ลงทุนมักจะไม่ต้องการให้มีหลาย tranche แต่มักสนใจให้มีการค้ำประกันจากบุคคลที่ 3 มากกว่า

6.2 <u>การเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์ของการทำ credit enhancement</u>

	ประโยชน์	ต้นทุน
1. LOCs	- มีความยืดหยุ่น - คุ้มครอง first loss	- ขึ้นอยู่กับอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารที่เปิด LOC - ต้นทุนต่ำสำหรับตราสารที่อายุไถ่ถอนนานและประเภทสินทรัพย์ใหม่ ๆ
2. การค้ำประกันทางการเงิน	- ตราสารได้ rating AAA - ยืดหยุ่นดี - ใช้ได้กับประเภทสินทรัพย์ใหม่ ๆ และอายุการไถ่ถอนยาวนานกว่า	- ผู้ค้ำประกันมักต้องการให้มี rating เป็น investment grade ก่อนเข้ามาค้ำประกัน - ทำได้จำกัดสำหรับประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่
3. senior/ subordination	- มีประโยชน์สำหรับกองทรัพย์สินที่เป็นสิทธิเรียกร้องรายย่อยเป็นจำนวนมาก เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต	- ต้องการข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้โดยละเอียด - ต้องการ model ในเชิงปริมาณโดยละเอียด

	ประโยชน์	ต้นทุน
	- originator / servicer สามารถซื้อหรือขาย subordinated tranche ได้	- การขาย subordinated tranche ได้เป็นเรื่องที่ท้าทาย - ถ้าผู้ขายสินทรัพย์เป็นผู้ซื้อ subordinated tranche ก็อาจมีปัญหาเรื่องการตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีของผู้ขาย (off balance sheet) - senior tranche จะไม่มีสภาพคล่อง
4. overcollateralization	- issuer เป็นผู้จัดให้มีการโอนสินทรัพย์แบบ overcollateralization	- มีข้อจำกัดในการเป็น off balance sheet - ต้องการข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้โดยละเอียด - ต้องการ model ในเชิงปริมาณโดยละเอียด
5. CCA/CIA	- ไม่ขึ้นกับอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารผู้ให้กู้ - ทำให้ตราสารมีสภาพคล่อง	- ต้นทุนต่ำสำหรับตราสารที่อายุไถ่ถอนยาวนาน - ต้องจัดให้มี trust ซึ่งยังทำไม่ได้ในประเทศไทย

6.3 <u>ปัญหาในประเทศไทย</u>

ในขณะที่ตลาด ABS อยู่ระหว่างพัฒนา ประเทศไทยควรให้ความสนใจที่จะจัดตั้งบริษัทรับประกันทางการเงินในประเทศไม่ว่าจะตั้งโดยภาคเอกชนหรือภาครัฐบาล ทั้งนี้ ภายใต้กฎหมายไทยในปัจจุบันยังไม่ชัดเจนว่า บริษัทประกันทางการเงินของต่างประเทศ เช่น MBIA AMBAC FSA และ ASIA Limited จะสามารถให้บริการด้านการค้ำประกันทางการเงินในประเทศไทยได้หรือไม่ ในเรื่องนี้ ASIA Limited โดยบริษัท Coudert Brothers ได้เคยหารือไปยังกระทรวงพาณิชย์ในปี

1996 เพื่อขอให้ตีความว่า การรับประกันทางการเงินของบริษัทต่างประเทศเหล่านี้จะไม่ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะจากกระทรวงพาณิชย์ โดยมีประเด็นตีความว่า การรับประกันทางการเงินเทียบเคียงได้กับการรับประกันบริษัท แต่ไม่สามารถเทียบเคียงได้กับการทำกรมธรรม์ประกันภัย

ที่ปรึกษาโครงการได้มีข้อเสนอแนะให้กระทรวงพาณิชย์ออกประกาศเป็นทางการที่กำหนดให้ชัดเจนว่า บริษัทประกันทางการเงินต่างประเทศจะสามารถค้ำประกันตราสาร ABS และ MBS ของไทย โดยไม่ต้องได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ หรือไม่ต้องให้จัดตั้งกิจการในประเทศเพื่อดำเนินธุรกิจในประเทศได้หรือไม่

<u>บทที่ 7</u> ภาคสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย

7.1 <u>ลักษณะของสินทรัพย์ประเภทลูกหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัย</u>

ในการพิจารณาให้สินเชื่อ สถาบันการเงินไทยพบว่า ยากที่จะตรวจสอบประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้และระดับของการก่อหนี้ทั้งหมด เนื่องจากยังไม่มีหน่วยงานที่เป็นศูนย์ข้อมูลสินเชื่อ (credit bureau) อย่างไรก็ดี ทางการมีโครงการผลักดันให้มีการจัดตั้ง credit bureau ภายในสิ้นไตรมาส 2 ของปี 1999

อัตราส่วนมูลค่าเงินกู้ต่อมูลค่าหลักประกัน (loan to value : LTV) เป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาของเจ้าหนี้ โดยมีอัตรามาตรฐาน 50-85% อายุของ mortgage loan อยู่ในช่วง 15-30 ปี สำหรับอัตราดอกเบี้ยลอยตัว และ 20-30 ปีสำหรับอัตราดอกเบี้ยคงที่ ดังนั้น ตราสาร MBS ไทย จึงควรมีอายุ 30 ปี มูลค่าขั้นต่ำต่อรายประมาณ 200,000-500,000 บาท และมูลค่ารวมขั้นสูงประมาณ 1-20 ล้านบาท

การที่ลูกหนี้ชำระคืนเงินกู้ก่อนกำหนดจะกระทบต่อกระแสเงินสดในการจ่ายชำระหนี้ของตราสาร MBS อย่างมาก ในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาข้อมูลด้านประวัติการชำระคืนเงินต้นก่อนกำหนด อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปมีการคิดค่าปรับสำหรับลูกหนี้ที่ชำระคืนเงินต้นก่อนกำหนดไว้ประมาณ 2% ของมูลค่าที่ชำระคืนก่อนกำหนด ในกรณีที่กู้เงินไปเพียง 2-3 ปีเท่านั้น ทั้งนี้การคิดค่าปรับนี้จะแตกต่างกันไปสำหรับเจ้าหนี้แต่ละราย

7.2. <u>ความสนใจในการออกตราสาร MBS ของ issuer ต่าง ๆ</u>

7.2.1 <u>ธนาคารอาคารสงเคราะห์ (GHB)</u>

GHB เป็นผู้ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยรายใหญ่ที่สุด (มีส่วนแบ่งตลาดประมาณ 40%) ทางการจึงกำหนดให้ GHB ช่วย SMC ในการผลักดันโครงการตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยด้วย จึงมีการแก้กฎหมายที่กำกับดูแล GHB ให้ GHB สามารถขาย port สินเชื่อออกไปให้สามารถทำ securitization หรือให้บริการเรียกเก็บหนี้ในสินเชื่อที่ขายไปได้ ในระยะแรก GHB ได้เริ่มขายสินเชื่อให้ SMC ประมาณ 400 ล้านบาท

GHB มีข้อมูลเกี่ยวกับ port สินเชื่อของตนเองและของตลาด ซึ่งเป็นข้อมูลที่จำเป็นในการพัฒนา model เกี่ยวกับการชำระคืนหนี้ก่อนกำหนด และการกำหนดอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ MBS รวมทั้งการจัดเก็บและจัดหาข้อมูลที่จำเป็นต่อการพิจารณาจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ CRA

ปัจจุบัน GHB มีสภาพคล่องส่วนเกิน จึงไม่ค่อยสนใจที่จะนำ port สินเชื่อของตนมาขายให้ SMC เพื่อทำ securitization เท่าใดนัก เนื่องจากเห็นว่าเกณฑ์การรับซื้อสินเชื่อของ SMC เข้มงวดเกินไป แต่อาจยอมรับได้เฉพาะการสนับสนุนการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยในช่วงเริ่มแรกเท่านั้น

7.2.2 <u>SMC และแนวทางการรับซื้อสินเชื่อ</u>

SMC ได้ปรับเปลี่ยนแผนการรับซื้อสินเชื่อเป็นเงินสดที่มีเกณฑ์การรับซื้อที่เข้มงวดมาเป็นแผน risk-sharing scheme ซึ่งจะพิจารณาระดับการให้สิทธิการไล่เบี้ยกลับไปยังผู้ขายในกรณีที่เกิดความเสียหายจาก port สินเชื่อที่รับซื้อมาโดย SMC จะออกหุ้นกู้ 2 รุ่น คือ senior amortizing bond และ subordinated participating mortgage obligation ทั้งนี้ หุ้นกู้รุ่นแรกจะมีน้ำหนักความเสี่ยง 20% และสามารถใช้เป็นส่วนสำรองสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่ซื้อหุ้นกู้ได้ด้วย ส่วนการออกหุ้นกู้รุ่นหลังนี้เพื่อเป็นการทำ credit enhancement ของ tranche แรกซึ่งจะมีจำนวนหุ้นกู้รุ่นหลังมากเพียงใดนั้นขึ้นกับการประเมินความสูญเสียในกรณีร้ายแรงที่สุด อย่างไรก็ดี ในขณะนี้ยังไม่มีข้อมูลเพียงพอที่จะประเมินความสูญเสียของ port สินเชื่อไทยแต่อย่างใด

มีข้อเสนอแนะว่าในระยะแรกของการพัฒนาตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย SMC ควรกำหนดมาตรฐานการรับซื้อสินเชื่อที่มีคุณภาพอย่างเข้มงวดเพื่อสร้างความไว้วางใจต่อผู้ลงทุนในตลาด ไม่ควรกำหนดมาตรฐานไว้ต่ำ แต่เมื่อใดที่ตลาดรองสินเชื่อมีการพัฒนาไปได้ดี จึงอาจผ่อนคลายมาตรฐานการรับซื้อลงมาได้

7.2.3 <u>เจ้าหนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยรายอื่น</u>

จากการสอบถามเจ้าหนี้ 4 ราย มีความเห็นหลากหลาย เช่น ควรให้ SMC รักษามาตรฐานการรับซื้อสินเชื่อไว้สูง ๆ ควรแก้กฎหมายให้ SPV จัดตั้งในรูปกองทุนรวมได้ เนื่องจากปัจจุบันมีกองทุนรวมประเภทที่ 2 ที่มีสินทรัพย์เป็น port สินเชื่อต่าง ๆ จำนวนมาก ซึ่งน่าจะเป็น SPV ที่ทำ securitization เองได้ นอกจากนี้ ยังมีความเป็นห่วงในเรื่องภาษีการโอนสินทรัพย์ที่จะทำให้เกิดต้นทุนส่วนเพิ่มในธุรกรรม

7.3 <u>ทางเลือกในการจัดโครงสร้างธุรกรรมและประเด็นสำคัญบางประการ</u>

<u>โครงสร้าง 1</u> SMC รับซื้อสินเชื่อจากสถาบันการเงินแล้วนำไปขายให้กับ SPV เพื่อออกหุ้นกู้ต่อไป โดย SMC จะเป็นค้ำประกันตราสารหนี้ให้บางส่วน

<u>โครงสร้าง 2</u> สถาบันการเงินขายสินเชื่อให้แก่ SPV โดยตรง โดย SMC หรือมีบุคคลอื่นเข้ามาค้ำประกันตราสารของ SPV

<u>โครงสร้าง 3</u> สถาบันการเงินขายสินเชื่อให้ SMC โดย SMC เป็นผู้ออกหุ้นกู้มีประกันขายต่อบุคคลทั่วไป และหุ้นกู้ด้อยสิทธิขายให้แก่สถาบันการเงินที่ขายสินเชื่อ

<u>ประเด็นพิจารณาที่สำคัญ</u>

นอกจากประเด็นด้านผู้ขายสินเชื่อยังมีประเด็นเกี่ยวกับตัวแทนเรียกเก็บหนี้ที่จะต้องมีความน่าเชื่อถือ ด้านผู้ออกตราสาร MBS จะต้องมีการจัดโครงสร้างตราสารที่เหมาะสม มีการทำ credit enhancement ที่เหมาะสมแล้ว นอกจากนี้ ยังมีประเด็นในเรื่องผู้จัดการตราสาร MBS

กล่าวคือ SMC ซึ่งกำลังรับการฝึกอบรมจาก Fannie Mae ให้เป็นผู้จัดการตราสาร MBS จะมีบทบาทคล้าย trustee หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ โดยจะรับเงินที่ servicer เรียกเก็บหนี้จากลูกหนี้ และชำระคืนผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นกู้ จัดทำรายงานเกี่ยวกับการชำระหนี้ของลูกหนี้เสนอต่อผู้ถือหุ้นกู้ CRA และผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น

ทั้งนี้ มีข้อเสนอแนะสำหรับ SMC ดังนี้

1. SMC ควรเป็นศูนย์กลางในการเป็นผู้จัดการตราสาร MBS ในประเทศไทย แต่ยังไม่ควรกำหนดบทบาทไว้ตายตัว ควรเปิดให้มีการแข่งขันจากตลาดด้วย เพื่อให้เกิดการพัฒนามากที่สุด

2. SMC ควรให้รัฐบาลไทยค้ำประกันตราสารของตน เพื่อช่วยให้มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักในตลาดทุนทั้งในและต่างประเทศว่าเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีพื้นฐานดี

3. SMC ควรเผยแพร่ข่าวสารต่อผู้ลงทุนว่า SMC เป็นหน่วยงานด้านตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ โดยมีมาตรฐานของสินเชื่อที่เข้มงวด มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินการและมีกลยุทธ์ในการจัดการธุรกิจที่เหมาะสม

4. SMC ควรให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจาก CRA ทั้งในและต่างประเทศสำหรับการเริ่มต้นเข้ามาในตลาดทุนในประเทศ

5. SMC ควรพัฒนาและใช้กลยุทธ์เป็นผู้ค้ำประกันทางการเงินในภาคสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งจะช่วยพัฒนาให้ SMC เป็นผู้สนับสนุนให้เกิดตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่มีประสิทธิภาพ

7.4 <u>คำแนะนำในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ</u>

ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสาร MBS ของไทยมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้ S&P และ Moody มีข้อสังเกตว่า ในขณะที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจของไทยนี้ ประวัติความเสียหายจากการผิดนัดชำระหนี้ในอดีตอาจมิใช่เป็นตัวชี้วัดที่ดีที่จะแสดงถึงสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จึงยากที่จะประเมินความเสียหายได้อย่างเที่ยงตรงโดยวิธี stress test ดังนั้น CRA จึงต้องการข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้ที่ครอบคลุมทั้งวัฏจักรทางเศรษฐกิจและของอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นช่วงเวลามากกว่าหรือเท่ากับ 5 ปี

มีข้อเสนอแนะว่า ควรมีการจัดอันดับตราสาร MBS และ ABS โดย CRA อย่างน้อย 2 แห่ง ทั้งนี้ กฎ BIS ได้กำหนดให้การลงทุนในตราสาร ABS และ MBS ของสถาบันการเงินโดยอิงกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ สำหรับของไทยอาจไม่ควรบังคับเพียงแค่เฉพาะผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันการเงิน ควรจะบังคับครอบคลุมไปถึงผู้ลงทุนประเภทอื่นด้วย

7.5 <u>การประเมินตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัย</u>

ในการออกตราสาร MBS ในประเทศไทย นอกจากการขาดข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้แล้ว ยังขาดข้อมูลเกี่ยวกับการผิดนัดชำระหนี้และความสูญเสียที่เกิดขึ้น การลดลงของมูลค่าตลาด ระยะเวลาที่ใช้ในการฟ้องร้องบังคับหลักประกันและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง หากไม่มีมาตรการที่เหมาะสมในการพัฒนาข้อมูลตลาดอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อดังกล่าวแล้ว ก็ยากจะ

พัฒนาธุรกรรม securitization ในประเทศไทย ในทำนองเดียวกันการทำ securitization ของสินทรัพย์ประเภทอื่นก็จะประสบปัญหานี้เช่นเดียวกัน

7.5.1 <u>ประวัติการชำระหนี้ของลูกหนี้</u>

ปัจจุบันยังไม่มีหน่วยงานใดจัดเก็บและเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวนี้ GHB และ ธปท. ต้องมีบทบาทโดยตรงในการเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวซึ่งผู้ลงทุน CRA และ credit enhancer ต้องการใช้

7.5.2 <u>ตลาดรองอสังหาริมทรัพย์</u>

มีประเด็นเกี่ยวกับการประเมินราคาที่อยู่อาศัย การที่คนไทยนิยมซื้อบ้านใหม่แทนที่จะซื้อบ้านมือสองจากเจ้าของเดิม ทำให้ไม่มีข้อมูลราคาบ้านมือสองหรืออาจมีแต่ยังไม่น่าเชื่อถือ การขาดแคลนข้อมูลสถิติของราคาตลาดมือสองนี้ จึงยากที่จะมีมาตรฐานการประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์ที่เหมาะสม ดังนั้น การประเมินราคาจึงมักอิงกับค่าเสื่อมราคาและดุลพินิจของผู้ประเมินราคา นอกจากนี้ ยังมีปัญหาที่ผู้ประเมินราคาภายในของธนาคารขาดความเป็นอิสระในการประเมินราคา ส่วนผู้ประเมินราคาอิสระจากภายนอกก็ยังไม่มุ่งเน้นที่จะประเมินราคาที่อยู่อาศัยเนื่องจากมีกำไรต่ำ

7.5.3 <u>การฟ้องร้องบังคับหลักประกัน</u>

ประเด็นสำคัญที่ผู้ลงทุนเป็นห่วงคือ ระยะเวลาและค่าใช้จ่ายในการบังคับชำระหนี้ที่ผิดนัดในกรณีสินเชื่อที่อยู่อาศัย การบังคับขายหรือประมูลหลักประกันขายทอดตลาดใช้เวลาประมาณ 3 ปีและอาจยืดเยื้อไปถึง 5 ปี ในบางกรณีที่เป็นเงินกู้ขนาดใหญ่อาจใช้เวลาถึง 10 ปี อย่างไรก็ดี กฎหมายบังคับหลักประกันฉบับใหม่จะกำหนดให้กระบวนการต่าง ๆ ที่อยู่ในขั้นตอนของศาลและการบังคับหลักประกันสามารถทำได้รวดเร็วขึ้น

7.5.4 <u>การพัฒนาโครงสร้างเงินกู้ที่อยู่อาศัยให้เอื้ออำนวยต่อการออกตราสาร MBS</u>

สินเชื่อที่อยู่อาศัยของไทยมีลักษณะที่ยากต่อการทำ securitization กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยในสินเชื่อมิได้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดทุน งวดการชำระดอกเบี้ยของลูกหนี้ไม่ตรงกับงวดการชำระดอกเบี้ยให้ผู้ลงทุน อายุเงินกู้ยาวนานกว่าอายุของหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนต้องการอย่างมาก จึงต้องมีการปรับปรุงการออกแบบโครงสร้างเงินกู้ให้ง่ายต่อการนำไปขายในตลาดรอง

ซึ่ง SMC ควรเป็นผู้นำในการพัฒนาโครงสร้างเงินกู้ดังกล่าว เนื่องจากในระยะยาวเงินกู้ดังกล่าวจะเป็นที่สนใจของผู้ลงทุนและจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงได้

ในเรื่องนี้ SMC ควรเป็นตัวกลางในตลาดทุนและตลาดเงินในการช่วยพัฒนาดัชนีระยะสั้นที่ใช้ในการจัดหาเงินในตลาดทุน เช่น การใช้อัตราดอกเบี้ย BIBOR เพื่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสาร MBS ที่มีอายุ 7-10 ปี เพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากการที่เงินกู้มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว นอกจากนี้ ควรใช้โครงสร้าง pass through ซึ่งจะส่งผ่านความผันผวนจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไปให้ผู้ลงทุนต่อไป

<u>บทที่ 8</u> ภาคสินทรัพย์อื่น และ model package ของสินทรัพย์ต่าง ๆ

การทำ securitization สำหรับสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ อาจพิจารณาตัวอย่างของ Model Package ในลักษณะต่าง ๆ ดังนี้ (ตารางตัวอย่างตามข้อมูลประกอบท้ายบท)

8.1 <u>ลูกหนี้เงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย</u>

8.1.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u> ได้กล่าวไว้ในบทที่ 7 แล้ว

8.1.2 <u>ลักษณะตราสาร MBS</u>

ตราสาร MBS จะมีอายุการไถ่ถอนสั้นกว่าอายุเงินกู้ ซึ่งเป็นไปตามความต้องการของผู้ลงทุนที่ชอบไม่ให้มีอายุตราสารยาวนาน นอกจากนี้ อาจกำหนดอัตราดอกเบี้ยตราสารเป็น MLR เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อไม่ให้เกิดความเสี่ยงจากความไม่สอดคล้องกันของอัตราดอกเบี้ยและช่วยลดขนาดการทำ credit enhancement อย่างไรก็ดี หากกำหนดอัตราดอกเบี้ยตราสารไว้คงที่ตามอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล ก็จำเป็นต้องทำการ swap อัตราดอกเบี้ยจากอัตราคงที่เป็นอัตราลอยตัว ซึ่งอาจมีค่าธรรมเนียมแพงสำหรับตลาดในประเทศ ในกรณีการออกตราสาร MBS ที่มีอายุยาวนานในประเทศอาจทำได้ไม่ง่ายนัก จึงอาจเปลี่ยนไปออกตราสารในตลาดต่างประเทศแทน โดยออกในรูปของตราสารที่ทยอยชำระคืนเงินต้น และทำ swap อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ รวมทั้งจัดให้มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือตราสาร MBS เพื่อให้เป็นที่สนใจของตลาดต่างประเทศด้วย

8.1.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

การทำ credit enhancement สำหรับตราสาร MBS อาจใช้วิธีโครงสร้าง senior/subordinated หรือการค้ำประกัน ขนาดการทำ credit enhancement จะคำนวณตามข้อมูลประวัติการชำระหนี้ของสินทรัพย์ดังกรณีตัวอย่างต่อไปนี้

สมมติให้ ความถี่ในการผิดนัดชำระหนี้หรือถูกบังคับหลักประกันเป็น 50% loss severity เป็น 80% (หมายความว่า หากเกิดการผิดนัดชำระหนี้จะมีจำนวนที่สูญเสีย 80% ของหนี้ที่ผิดนัด) หากต้องการให้ตราสาร MBS มี rating AAA ตราสารนั้นจะต้องทำ credit enhancement ประมาณ 40% (หรือ 50% x 80%) เพื่อให้สามารถทนต่อความเสียหายได้ แต่หากทำ credit enhancement เพียง 21% ตราสารนั้นจะได้รับ rating เพียง A เท่านั้น

ในสหรัฐอเมริกา ตราสารที่ได้ rating AAA จะต้องมีหลักประกันเป็น port เงินกู้ที่มีคุณภาพดี ระดับ credit enhancement หรือระดับความเสียหายที่สามารถรองรับได้จะต่ำกว่า 7% ในกรณีประเทศไทยถ้ามีการพัฒนาข้อมูลเกี่ยวกับการชำระหนี้ และ CRA สามารถตรวจสอบได้ ระดับ credit enhancement ก็จะลดลงได้

8.2 <u>ลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์</u>

8.2.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u>

โดยทั่วไปสถาบันการเงินที่ให้เช่าซื้อจะมีสัญญาเช่าซื้ออายุประมาณ 30-32 เดือน ในขณะที่เงินฝากจากประชาชนมีอายุประมาณ 3 เดือน จึงมีแรงจูงใจที่จะทำ securitization สำหรับสินทรัพย์ประเภทนี้ ประกอบกับมักเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ค่อยมีการชำระคืนก่อนกำหนด ปกติลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์จะต้องมีการจ่ายเงินดาวน์ก่อนอย่างน้อย 25% มีการชำระค่างวดซึ่งประกอบด้วย เงินต้นและดอกเบี้ยในอัตราคงที่เป็นรายเดือน และมีค่าเบี้ยปรับจากการจ่ายค่างวดล่าช้าในอัตรา 1.75-2% ต่อเดือน ผู้ให้เช่าซื้อจะเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในรถยนต์ที่ให้เช่าซื้อจนกว่าผู้เช่าซื้อจะชำระคืนค่างวดครบและโอนเปลี่ยนตัวเจ้าของกรรมสิทธิ์มายังผู้เช่าซื้อ ถ้าผู้เช่าซื้อผิดนัดชำระค่างวด ผู้ให้เช่าซื้ออาจยกเลิกสัญญาและมีสิทธิขายรถยนต์นั้นออกไป

บริษัทลีสซิ่งจะทำสัญญาลีสซิ่งรถยนต์กับลูกค้า ไม่มีการกำหนดจำนวนขั้นต่ำของเงินดาวน์ โดยปกติมักมีการจ่ายเงินดาวน์ต่ำสุด 10% ระยะเวลาของสัญญาสามารถขยายไปได้ถึง 8 ปี ตามความต้องการของลูกค้า ลูกค้าต้องฝากเงินโดยไม่มีดอกเบี้ยไว้กับบริษัทลีสซิ่งเพื่อเป็นหลักประกัน การชำระเงินค่างวดมีค่าเบี้ยปรับในการชำระหนี้ล่าช้าในอัตรา 5% ลูกค้าต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายของรถยนต์โดยทำประกันภัยรถยนต์ให้บริษัทลีสซิ่งซึ่งเป็นผู้รับผลประโยชน์ในกรมธรรม์ ในกรณีที่ลูกค้าไม่ซื้อรถยนต์เมื่อครบสัญญา ก็จะขายให้บริษัทลีสซิ่ง โดยลูกค้าจะต้องจ่ายส่วนต่างระหว่างราคาตามสัญญาและราคาขาย ในกรณีที่ลูกค้าไม่ชำระค่างวดตามสัญญา บริษัทลีสซิ่งก็มีสิทธิยกเลิกสัญญาโดยสามารถยึดรถยนต์และขายออกไปได้

8.2.2 <u>ลักษณะตราสาร ABS</u>

สมมติให้ตราสาร ABS มีอายุ 4 ปีเพื่อให้สอดคล้องกับอายุที่ยาวที่สุดของสัญญาเช่าซื้อ จึงทำให้การทำ securitization ได้รับผลกระทบจากระยะเวลาไม่มากนัก ในกรณีที่มีความแตกต่างของระยะเวลาประมาณ 6 เดือน ตราสาร ABS ก็ควรมีอายุ 3 ปีครึ่ง นอกจากนี้ ควรกำหนดอัตราดอกเบี้ยตราสาร ABS ในอัตราคงที่เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ยของสินทรัพย์ สำหรับผลตอบแทนของตราสาร ABS ที่เสนอขายในประเทศควรอ้างอิงกับพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุไถ่ถอนที่เหลือที่เหมาะสม ทั้งนี้ ผู้ลงทุนมักต้องการให้ตราสาร ABS ดังกล่าวมีการจัดอันดับโดย CRA 2 ราย โดยอย่างน้อย 1 รายต้องเป็น CRA จากต่างประเทศ

8.2.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

การทำ credit enhancement สามารถใช้วิธีการค้ำประกันตราสารของบริษัทประกันทางการเงินหรือการจัดโครงสร้าง senior-subordinated structure ขนาดการทำ credit enhancement จะขึ้นกับอันดับ rating ของตราสาร โดยจะคำนวณเป็นทวีคูณของความสูญเสียสุทธิของ pool สินทรัพย์โดยมีสมมติฐานดังนี้

อันดับ rating	ขนาดการทำ credit enhancement (จำนวนเท่าของความสูญเสียสุทธิของ port สินทรัพย์)
AAA	4-5 เท่า
AA	3-4 เท่า
A	2-3 เท่า
BBB	1.75-2 เท่า
BB	1.5-1.75 เท่า

ในกรณีการจัดโครงสร้างแบบ senior-subordinated structure ผู้ขายลูกหนี้จะเป็นผู้ถือในส่วนตราสารด้อยสิทธิ ซึ่งจะทำให้ไม่สามารถตัดบัญชีลูกหนี้เช่าซื้อออกจากบัญชีของผู้ขายได้ สถาบันการเงินผู้ขายจึงยังคงต้องดำรงเงินกองทุนในสัดส่วน 8% สำหรับลูกหนี้เช่าซื้อดังกล่าวอยู่ (น้ำหนักความเสี่ยงของสัญญาเช่าซื้อเป็น 100%) แต่ในกรณีที่ใช้วิธีการค้ำประกันโดยบุคคลอื่นจะลดระดับการไล่เบี้ยไปยังผู้ขายลง 2 เท่าของความสูญเสียสุทธิของ port สินทรัพย์ ทำให้การดำรงเงินกองทุนลดลงเหลือ 4%

8.3 <u>ลูกหนี้เงินกู้ที่มีปัญหา (distressed loan)</u>

8.3.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u>

ลูกหนี้เงินกู้ที่มีปัญหาในไทยหลัก ๆ จะมีทั้งที่เป็นเงินกู้เพื่อการพาณิชย์ และเงินกู้สำหรับอุตสาหกรรม สมมติให้อายุเงินกู้ประมาณ 4-6 ปี อายุเฉลี่ยของ pool เป็น 4 ปี อัตราดอกเบี้ย MLR และเงินกู้บางจำนวนมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ไม่มีการชำระคืนก่อนกำหนดเนื่องจากเป็นหนี้ที่ผิดนัดชำระ ผู้ออกตราสารจำเป็นต้องรู้สมมติฐานดังกล่าวเพื่อประเมินระดับความสูญเสีย ระยะเวลาและระดับการฟื้นฟูหนี้ รวมทั้งเงื่อนไขของหนี้ที่ถูกปรับโครงสร้าง ทั้งนี้ เป็นการยากมากที่จะเรียกเก็บหนี้ที่มีปัญหาไม่ว่าจะเป็นการชำระบัญชีเลิกกิจการ ซึ่งขึ้นกับการบังคับใช้กฎหมายล้มละลายและกฎหมายหลักประกัน หรือจะเป็นการปรับโครงสร้างหนี้ซึ่งขึ้นกับระยะเวลาในการเจรจา รวมทั้งเงื่อนไขการปรับโครงสร้างหนี้ ต้องมีการศึกษารายละเอียดเงินกู้และหลักประกันซึ่งอาจจัดทำโดยผู้ประเมินราคาผู้สอบบัญชี เพื่อให้การประมาณการการรับชำระกระแสรายได้มีความน่าเชื่อถือ

8.3.2 <u>ลักษณะตราสาร</u>

โดยที่สินทรัพย์ข้างต้นไม่มีสภาพคล่อง จึงต้องออกแบบโครงสร้างหลักทรัพย์ที่ลดความเสี่ยงในเรื่องสภาพคล่องและเตรียมการให้มีระยะเวลาการชำระเงินเป็นพิเศษ อายุการไถ่ถอนของหลักทรัพย์อย่างน้อยควรต้องเท่ากับอายุของเงินกู้ และถ้าจำเป็นในกรณีไม่สามารถเรียกเก็บหนี้ได้ควรให้สามารถขยายอายุหลักทรัพย์ออกไปได้ การเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตราสารอาจทำได้ในรูปของกองทุน

สำรองเพื่อชำระหนี้ ทั้งนี้ อาจกำหนดให้ตราสารมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยมีทางเลือกให้ขยายระยะเวลาการชำระดอกเบี้ย (pay in kind) ในกรณีที่เงินทุนไม่เพียงพอ อาจให้มีการออกตราสารหลาย ๆ tranche โดยตราสารที่เป็น senior tranche อาจให้เสนอขายในประเทศ เนื่องจากผู้ลงทุนจะเข้าใจคุณภาพของ port เงินกู้ได้ดี ส่วน tranche ที่เป็นตราสารกึ่งทุนให้เสนอขายต่างประเทศซึ่งมีผู้ลงทุนชอบตราสารในลักษณะนี้ เนื่องจากมีผลตอบแทนสูง ทั้งนี้ การเสนอขายในต่างประเทศดังกล่าวจะต้องทำการ swap สกุลเงินรองรับไว้ด้วย และให้มีการจัดอันดับตราสารโดย CRA ต่างประเทศ 1-2 แห่งด้วยเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ลงทุน

8.3.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

เนื่องจากบริษัทรับประกันทางการเงินไม่ยอมค้ำประกันตราสาร ABS ที่เกิดจาก port ของลูกหนี้เงินกู้ที่มีปัญหา จึงควรทำ credit enhancement โดยวิธี senior-subordination ในสหรัฐอเมริกาลูกหนี้เงินกู้ดังกล่าวจะถูกขายในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงถึง 55% (ในกรณีของไทยอาจกำหนดราคาขายไว้ต่ำกว่ามูลค่าจริง 33%) ทั้งนี้ มีการคำนวณจากประมาณการกระแสรายได้จากลูกหนี้ภายใต้สมมติฐานที่แตกต่างกันในเรื่องการชำระบัญชีลูกหนี้ หรือการฟื้นฟูลูกหนี้แต่ละราย ตามสมมติฐานข้างต้นนี้ อาจออกตราสาร senior tranche และ subordinated tranche อย่างละ 11.5% ของมูลค่าของเงินกู้ และที่เหลือออกเป็นตราสารทุน ทั้งนี้ ปัจจุบัน CRA ยังไม่มีตัวอ้างอิงที่จะกำหนดระดับ credit enhancement และยังต้องมีการศึกษาข้อมูลประมาณการกระแสรายได้ของ port เงินกู้ และคุณสมบัติของทีมบริหาร port ลูกหนี้เงินกู้ที่มีปัญหาดังกล่าว

8.4. <u>ลูกหนี้บัตรเครดิต</u>

8.4.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u>

ลูกหนี้บัตรเครดิตจะมีอายุสั้นมากคือ 30 หรือ 60 วัน เป็นเพียงสินเชื่อส่วนบุคคล หรือนิติบุคคลที่ไม่มีหลักประกัน จะมีการจ่ายดอกเบี้ยในอัตราลอยตัวอิงกับ MLR ธนาคารไทยหลายแห่งได้เสนอบริการในลักษณะเป็นบัตรที่อำนวยความสะดวกในการใช้จ่าย ซึ่งลูกหนี้จะจ่ายชำระเงินคืนทุกเดือน จึงทำให้อายุลูกหนี้นานเกิน 1 เดือนมีจำนวนน้อยมาก

8.4.2 <u>ลักษณะตราสาร</u>

สมมติให้มีโครงสร้าง senior-subordination โดย senior tranche มูลค่า 5 พันล้านบาท และ subordinated tranche 1 พันล้านบาท อัตราดอกเบี้ยลอยตัว อายุตราสาร 3 ปี 5 เดือน และเริ่มทยอยคืนเงินต้นในเดือนที่ 37 เป็นต้นไป ในมูลค่างวดละ 1 ใน 5 ของมูลค่าตราสาร ตราสาร senior tranche มีอัตราดอกเบี้ย MLR เฉลี่ยของธนาคารใหญ่ 5 แห่งหักด้วย 0.5% ส่วน subordinated tranche มีอัตราดอกเบี้ย MLR เฉลี่ยของธนาคารใหญ่ 5 แห่งเท่ากันทุกงวด ส่วนลูกหนี้บัตรเครดิตที่เป็น underlying asset จะมีลักษณะเป็น revolving

8.4.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

ระดับการทำ credit enhancement จะขึ้นกับการทำ cash flow simulation และการต่อรองกับ CRA สมมติว่า issue ข้างต้นนี้ได้กำหนดว่าให้ทยอยคืนเงินต้นได้เร็วขึ้นหากมีเหตุการณ์ผิดปกติเกิดขึ้น (เช่น เหตุการณ์กรณีส่วนต่างดอกเบี้ยติดลบ) แต่ในกรณีปกติ SPV จะนำเงินไปลงทุนซื้อลูกหนี้บัตรเครดิตใหม่อยู่เรื่อย ๆ จนกว่าจะถึงเดือนที่ 37 จึงจะเริ่มทยอยคืนเงินต้น ในการคำนวณระดับ credit enhancement ที่เหมาะสมนั้น สมมติให้อัตราการชำระเงินรายเดือนของลูกหนี้เป็น 20% ผลตอบแทนสุทธิของ port ลูกหนี้เป็น 21% อัตราดอกเบี้ยจ่ายให้ผู้ลงทุนเป็น 9% ค่าใช้จ่ายในการเรียกเก็บหนี้เป็น 3% อัตรา charge-offs 5% และส่วนต่างกำไรของดอกเบี้ย 5% แล้ว ระดับการทำ credit enhancement ที่คำนวณตาม cash flow simulation และการเจรจาต่อรองกับ CRA จะเป็น 20% สำหรับตราสารที่มี rating AAA โดยมีบัญชีสำรองที่มียอดสะสมจำนวน 5% ของมูลค่าตราสารคงค้าง ทั้งนี้ หากเกิดกรณีที่มีความเสียหายจากการผิดนัดชำระเงินของ port ลูกหนี้ จะต้องมีการจัดหาเงินทุนจากส่วนต่างกำไรของดอกเบี้ยเข้าไปไว้ในบัญชีสำรองด้วย

8.5. <u>ลูกหนี้ค่าสินค้าส่งออก</u>

8.5.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u>

ผู้ส่งออกไทยที่มี port ลูกหนี้ที่มีคุณภาพสูงจะสามารถจัดหาเงินทุนโดยการออกตราสารที่มี rating สูงกว่า rating ของประเทศไทย เนื่องจากเมื่อมีการรับชำระเป็นเงินต่างประเทศจากลูกหนี้ก็จะจ่ายให้กับผู้ลงทุนในต่างประเทศได้เลย โดยไม่ต้องผ่านการควบคุมปริวรรตเงินตราจาก ธปท. ลูกหนี้ดังกล่าว เช่น ลูกหนี้ค่ารองเท้าส่งออก ระยะเวลาการชำระเงินของลูกหนี้ปกติประมาณ 30-90 วันหลังจากวันส่งมอบสินค้า หากผู้ส่งออกมีการทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับผู้ซื้อหรือผู้นำเข้าที่มี rating สูงมากหลายราย ตราสารที่เสนอขายโดยผู้ส่งออกดังกล่าวก็จะได้รับ rating ดี และจัดหาผู้ค้ำประกันตราสารได้ง่ายขึ้นมาก โดยปกติลูกค้าจะไม่มีการชำระเงินค่าสินค้าก่อนกำหนด ผู้ส่งออกจะต้องระมัดระวังการเกิดหนี้สูญในลูกหนี้ต่าง ๆ ทั้งนี้ ในประเทศไทยมีจำนวนผู้ส่งออกที่มีศักยภาพในตลาดสินค้าส่งออกไม่มากนัก ที่ผ่านมามีเพียงผู้ส่งออกรายเดียวที่ทำ securiization คือกรณีของบริษัทวงศ์ไพฑูรย์ซึ่งนำลูกหนี้ค่ารองเท้าส่งออกไปออกตราสารในต่างประเทศ แต่ก็ยังไม่ได้รับ rating สูงเท่าใดนัก

8.5.2 <u>ลักษณะตราสาร</u>

มีตัวอย่างการทำธุรกรรมของ COSCO ซึ่งเป็นบริษัทส่งสินค้าทางเรือในประเทศจีนและมีรายได้จำนวนมากมาจากการค้าในแถบอเมริกาเหนือ โดยส่งสินค้าทางเรือไปยังแถบอเมริกาเหนือและรับชำระในรูป trust account บริษัทดังกล่าวมีการออกตราสารประเภท commercial paper หลาย tranche อายุเฉลี่ย 4.8 ปี และอายุสูงสุด 7 ปี โดยตราสารดังกล่าวมีลูกหนี้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตเป็นหลักประกันตราสาร

8.5.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

ในการกำหนดขนาดการทำ credit enhancement สำหรับลูกหนี้ประเภทนี้ CRA จะวิเคราะห์ความเสี่ยงของบริษัทผู้ส่งออกและโครงสร้างทางการเงินผสมกัน เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวจะมีความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทผู้ส่งออกซึ่งนำลูกหนี้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาทำ securiization ในกรณีบริษัท COSCO มีการค้ำประกันตราสารโดยบริษัทประกันทางการเงินและได้รับ rating เป็น AAA ผู้ค้ำประกันจะพิจารณาประวัติการประกอบธุรกิจที่ผ่านมา ความสัมพันธ์กับลูกค้ารายใหญ่ เสถียรภาพของกระแสรายได้ที่เกิดจากการให้บริการส่งสินค้า โอกาสการค้าในอนาคต เป็นต้น ผู้ค้ำประกันจะกำหนดระดับการทำ overcollateralization เพื่อรองรับกรณีลูกหนี้ผิดนัดชำระ ทั้งนี้ เป็นการยากที่จะกำหนดวิธีการประเมินระดับ credit enhancement ที่เหมาะสม เนื่องจากไม่มีกฎเกณฑ์ตายตัว และขึ้นกับวิจารณญาณของผู้ทำธุรกรรมมากกว่า

8.6 <u>ลูกหนี้โครงการสาธารณูปโภค</u>

8.6.1 <u>ลักษณะสินทรัพย์</u>

โครงการสาธารณูปโภคจะมีลักษณะเป็นโครงการระยะยาว และมีความเสี่ยงสูง ได้แก่ ความเสี่ยงในการก่อสร้างโครงการ ความเสี่ยงในการดำเนินงาน ความเสี่ยงทางด้านเทคโนโลยี ความเสี่ยงทางการเมือง ทั้งนี้ มีการลดความเสี่ยงโดยให้มีการค้ำประกันโครงการโดยบุคคลที่ 3 ที่น่าเชื่อถือ เช่น OPIC MIGA WORLD BANK ADB เป็นต้น โครงการสาธารณูปโภคสามารถนำลูกหนี้หรือกระแสรายได้ของโครงการมาทำ securitization โดยโครงการที่มีศักยภาพ ได้แก่ โครงการด้านพลังงาน สื่อสาร ทางด่วน และปิโตรเคมี

8.6.2 <u>ลักษณะตราสาร</u>

กรณีตัวอย่างที่น่าสนใจในประเทศไทย คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ได้ออกหุ้นกู้อายุ 10 ปีมูลค่า 300 ล้านเหรียญสหรัฐอเมริกา เมื่อเดือนสิงหาคม 2541 และจัดให้มีการค้ำประกันโดยธนาคารโลกซึ่งทำให้ได้ rating A-/A3 ในอดีตก็ได้มีบริษัทย่อยที่เกิดจากการแปรรูปจาก กฟผ. ได้แก่ บริษัทผลิตไฟฟ้าระยอง และบริษัทผลิตไฟฟ้าขนอม ออกหุ้นกู้โดยนำลูกหนี้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ามาเป็นหลักประกัน

8.6.3 <u>การทำ credit enhancement</u>

โดยปกติจะมีเงินกองทุนสำรองเพื่อการจ่ายชำระหนี้ การมีข้อจำกัดในการก่อหนี้ หรือมีการกำหนดลักษณะที่ประกันความสามารถในการชำระหนี้ของโครงการสาธารณูปโภค รวมทั้งมีการค้ำประกันโดยองค์การระหว่างประเทศที่น่าเชื่อถือเพื่อให้ได้ rating ดี

8.7 <u>ต้นทุนในการทำธุรกรรม</u>

ต้นทุนในการทำธุรกรรมจะมีค่าธรรมเนียมจัดจำหน่าย ซึ่งจะมีมูลค่าสูงถ้าตราสารมี rating ต่ำ ค่าธรรมเนียมในการจัดโครงสร้างธุรกรรมซึ่งปกติจะค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน issue ที่ออกเป็นรายแรกในประเทศ ค่าธรรมเนียมดังกล่าวจะยิ่งสูงขึ้นถ้าโครงสร้างการทำธุรกรรมมีความซับซ้อน เช่น การทำ securitization ของลูกหนี้ที่มีปัญหา สำหรับค่าธรรมเนียมในการทำ credit enhancement ที่ให้มีการค้ำประกันโดยบุคคลที่ 3 จะขึ้นกับความเสี่ยงของตราสาร ส่วนค่าธรรมเนียมในการว่าจ้างที่ปรึกษากฎหมายสำหรับการทำธุรกรรมในประเทศอาจเพิ่มขึ้นถึง 200,000 ถึง 300,000 ดอลลาร์สหรัฐอเมริกา (หากมีที่ปรึกษากฎหมาย 2 ราย) นอกจากนี้ ยังมีค่าจ้าง CRA ในการจัด rating ประมาณ 0.03 หรือ 0.04% ต่อ CRA 1 ราย ขึ้นกับขนาดของตราสารที่ออก รวมทั้งยังมีค่าธรรมเนียมในการทำ swap การตรวจสอบทรัพย์สินและค่าใช้จ่ายทั่วไปอื่น ๆ

Asset Features

Asset Class	Maturity of Assets/Ave Life	Interest Rates on Assets	Static or Revolving	Prepayment Rates	Delinquencies	Annual Losses
Mortgage Loans (priced off MLR)	15-20 years final / 7 years	MLR plus a spread of 1% to 2%, but some fixed rate	Static	1% p.a.	40% for some lenders	1% (see Table 10) but were rising in 5/99
Hire Purchase Loans (fixed rate)	4 years / 30-32 months	Fixed	Static	2.8% p.a.	13% for some lenders	1% to 3.5% (see Table 10)
Distressed Loans (priced off MLR)	4-6 years / 4 years (assumed)	Fixed and floating	Static or revolving	Not applicable because they are not performing and not likely to prepay	100%, by definition	15 percent (by assumption)
Credit Cards (adjustable rate)	Short term ~ 60 to 90 days (assumed)	Floating	Revolving	Thai banks provide convenience cards, typically paid off when due	Not available Say, 15% (by assumption)	5% net charge-offs (based on discussions)
Export Receivables	Short term ~ 90 days (assumed)	Varies	Revolving	Typically, export receivables do not prepay	Say 10% (by assumption)	Say 3% (by assumption)
Infrastructure	10 years or longer (assumed)	Varies or not applicable	Static	Typically, infrastructure projects do not show prepayments	Say one interest payment (by assumption)	Say, one interest payment (by assumption)

Potential ABS Features

Asset Class	Maturity of Securities	Interest Rates	Currency	Benchmark Rate	Ratings	Credit Enhancement
Mortgage Loans (priced off MLR)	10-15 years final	Floating	Baht	MLR	Yes in the long run (preferred in the short run)	Government or guarantee SMC or senior/sub
Hire Purchase Loans (fixed rate)	4 years	Fixed	Baht or Dollar (which would need a swap)	Governent Bond or US Treasuries	Yes in the long run (preferred in the short run)	Reserve accounts and guarantee or senior/sub
Distressed Loans (priced off MLR)	4-6 years	floating	Baht or Dollar (with swap)	BIBOR or LIBOR	Yes on A piece Preferred on B piece	Senior/sub, reserve account and liquidity support
Credit Cards (adjustable rate)	2-3 years or longer	Floating based on MLR	Baht or Dollar (which would need a swap)	MLR	International	Spread account and/or senior / sub
Export Receivables	2-3 years	Typically, full payments due upon receipt of shipments	Foreign currency (which would need a swap)	LIBOR or US CP or US Treasuries	International	Senior/sub and/or external guarantee
Infrastructure	10 years or longer	T+300 bps	Baht or Dollar (which would need a swap)	Government Bond or US Treasuries	International	Multilateral and/or financial guarantee

Hypothetical Credit Enhancement

Asset Class	Market Foreclosure Frequency	Market Severity of Loss	Net cumulative losses of particular pool	Some Other factors affecting credit enhancement levels	Level of Credit Enhancement	Type of Credit Enhancement
Mortgage Loans (priced off MLR)	50% for triple-A (assumed)	80% for triple-A (assumed)	Adjust for pool performance	Specific pool performance relative to prime pool	40% for triple-A for prime pool	Senior subordination or financial guarantee
Auto Hire Purchase Loans (fixed rate)	Not relevant	Not relevant	2.2% (assumed)	Originator specific considerations may change multipliers	11% (5 x net cumulative loss) (US example)	Subordination, initial deposit, spread account
Distressed Loans (priced off MLR)	From corporate default studies	Recovery rates studies are still not fully conclusive	Part of the analysis but other factors also considered	Each deal requires stress tests based on rating agency default and recovery assumptions	Few benchmarks as no such deals have been done in emerging markets and few US deals	Senior subordination and perhaps financial guarantees, plus liquidity supports
Credit Cards (adjustable rate)	There is no collateral and so no foreclosure is feasible	Severity of loss can be total but this is not the basis for setting credit enhancement	Charge-offs are included in stress tests but other factors also considered	Stress tests on payment rate, charge-offs, portfolio yield, certificate rate, principal allocation method, etc.	Highly dependent on deal structures	Cash collateral accounts, spread accounts, initial deposits, and perhaps financial guarantees
Export Receivables	Foreclosure frequency is not used for corporate receivables	Severity of loss can be total but this is not the basis for setting credit enhancement	Part of the analysis but other factors also considered	Delinquencies, dilutions, losses on receivables are considered. Rating of seller and its performance risk	Highly dependent on individual pool performance and its concentrations to individual obligors	Over-collateralization and perhaps financial guarantees
Infrastructure	Corporate risks are important, eg to PPA provider	Severity of loss can be total but this is not the basis for setting credit enhancement	Analyzed where many obligors are involved, e.g., toll roads or industrial purchasers of power	Corporate, operating, technological, inter creditor and liquidity risks	Not possible to generalize	Guarantees, e.g. from World Bank, ADB or financial guarantors

Possible Transaction Costs

(Placement and structuring fees are guesses, not tested with investment banks. We assume a domestic or international transaction of 5 billion Baht or its equivalent)

Asset Class	Placement and	Structuring Fees	Credit Enhancement Fees	Legal Fees	Other Fees	Comments
Mortgage Loans (priced off MLR)	50 bps if triple-A & > 100 bps if triple-B	1% or more for initial deals	50 – 75 bps for guarantee from SMC or another party	25 – 30 bps (more for international deal)	5-8 bps for ratings; other fees 5 – 10 bps (printing, filing, registration of mortgages, etc.)	If done offshore, swap and other fees would also be incurred
Hire Purchase Loans (fixed rate)	50 bps (because triple-A and medium term maturity)	75 to 100 bps (because such deals have been done in Thailand)	3/8 % pa for a monoline guarantee	25 – 30 bps (more for international deal)	5-8 basis points for ratings, other fees 5 – 10 bps, plus car registration fees of 25 to 50 bps	If done offshore, swap and other fees would also be incurred
Distressed Loans (priced off MLR)	1% or more on triple-B and 2%-6% on equity tranches	1% or more (complex transaction)	No external credit enhancement is likely	40 - 50 bps	1% or more for due diligence on loans, plus; 10-15 bps for ratings, other fees 10-15 bps	Fees will be high as transaction is novel and risky
Credit Cards (adjustable rate)	50 bps if triple-A & > 100 bps if triple-B	1% or more (new asset class)	Subordinated tranche, which might be retained by the originator	25 – 30 bps (more for international deal)	5-8 basis points for ratings, other fees 5 – 10 bps	Placement fees could be higher for longer dated transaction
Export Receivables	50 bps if triple-A and >100 bps if triple-B	1% or more (new asset class)	3/8 % pa for monoline guarantee	30-40 bps as done offshore	5-8 basis points for ratings, other fees 5 – 10 bps	Transactions may typically be larger
Infrastructure	>50 bps if triple-A & >125 bps if triple-B	1% or more (complex transaction)	25 bps pa for World Bank plus 20 bps pa for a monoline guarantee	30 – 50 bps as likely done offshore and complex	5-8 basis points for ratings, other fees 5 – 10 bps	Transactions are typically larger, so fees are a bit lower

<u>บทที่ 9</u> การกำหนดอัตราดอกเบี้ยและขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสม

9.1 <u>การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ</u>

โดยทั่วไปการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในธุรกรรม securitization ในตลาดต่างประเทศขึ้นกับปัจจัยหลายประการ เช่น อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของตลาดต่าง ๆ เช่น US treasry securities, LIBOR หรือดัชนีตลาดอื่น ๆ ส่วนต่างดอกเบี้ยจะมากหรือน้อยขึ้นกับลักษณะตราสารและผลการจัด rating ของตราสาร ซึ่งผู้ลงทุนให้ความสำคัญมาก นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยอื่น ๆ เช่น ชื่อเสียงของผู้ขายลูกหนี้ servicer ลักษณะลูกหนี้ที่เป็นหลักประกันตราสาร และตราสารระยะสั้นมักมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าตราสารระยะยาว ทั้งนี้ ตราสารระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่จะมีแนวโน้มที่ส่วนต่างดอกเบี้ยเหนืออัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมากกว่าตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว นอกจากนี้ โครงสร้างการกำหนดอัตราดอกเบี้ยจะขึ้นกับขนาดของตราสารด้วย ยิ่งมีขนาดใหญ่ยิ่งมีราคาดีกว่า เนื่องจากมีสภาพคล่องดี

การออกตราสาร ABS และ MBS ในต่างประเทศมักจะมีการทำการ swap สกุลเงินต่างประเทศ เนื่องจาก CRA และผู้ลงทุนต้องการความมั่นใจว่า กระแสรายได้ที่เป็นหลักประกันจะสามารถครอบคลุมภาระหนี้ที่เป็นสกุลเงินต่างประเทศได้

9.2 <u>การกำหนดอัตราดอกเบี้ยสำหรับตลาดในประเทศ</u>

การออกตราสารหนี้ได้เริ่มมีการพัฒนาอัตราผลตอบแทนอ้างอิง (yield curve benchmark) โดยการออกพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจซึ่งมีอายุปานกลาง อัตราดอกเบี้ยคงที่ อย่างไรก็ดี ยังไม่ค่อยมี yield curve benchmark สำหรับตราสารหนี้ระยะสั้น แต่อาจใช้อัตรา MLR เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์หลายแห่งเป็น benchmark ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยได้ สำหรับปัจจัยด้านการจัด rating จะไม่มีความสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยตราสารที่ออกในตลาดในประเทศ เนื่องจากผู้ลงทุนไทยไม่สนใจผลการ rating มากไปกว่าชื่อเสียงของบริษัท ประกอบกับไม่เชื่อถือการจัด rating ของ TRIS เท่าใดนัก และต้องการให้มีการ rating โดย CRA จากต่างประเทศมากกว่า

ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยในตลาดค่อนข้างต่ำ ตราสาร ABS จึงน่าจะเป็นที่สนใจของผู้ลงทุนมากขึ้น SMC เป็นผู้มีศักยภาพในการทำ securitization ในขณะนี้ แต่มีเสียงสะท้อนจากตลาดว่า ยังไม่ได้รับความชัดเจนเกี่ยวกับตราสารที่ SMC จะออกเท่าใดนัก

9.3 <u>ขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสม</u> (deal economics)

ปัจจัยที่กระทบต่อการกำหนดขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมขึ้นกับภาวะตลาด สภาพแวดล้อมทางกฎหมาย ฐานะการเงินของผู้ขายสินทรัพย์หรือ servicer ทางเลือกในการหาแหล่งเงินทุนและต้นทุนของเงินทุน การเลือกใช้ที่ปรึกษากฎหมาย CRA ที่ปรึกษาทางการเงิน นอกจากนี้ ยังต้องคำนึงถึงปัจจัยสำคัญต่อไปนี้

- โครงสร้างของธุรกรรม
- ดอกเบี้ยและรายรับที่ได้จากสินทรัพย์หรือลูกหนี้
- ประวัติความสูญเสียจากสินทรัพย์ และประมาณการในอนาคต
- ต้นทุนของเงินทุน ซึ่งรวมต้นทุนการ swap สกุลเงิน
- ค่าบริการเรียกเก็บหนี้
- ค่าธรรมเนียมในการทำ credit enhancement (ถ้ามี)
- ค่าธรรมเนียมในการจัด rating
- ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงินและการจัดจำหน่าย
- ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น up front
- กำไรขาดทุนจากการขายลูกหนี้
- กฎเกณฑ์ทางการเกี่ยวกับการดำรงเงินกองทุนของสถาบันการเงิน (capital charge)
- ต้นทุนทางภาษี

9.4 <u>ตัวอย่างการกำหนดขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสม</u>

ข้อมูลที่แสดงต่อไปนี้ได้รวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยที่ปรึกษาโครงการไม่รับประกันความถูกต้องและสมบูรณ์ของข้อมูลทั้งหมด อย่างไรก็ดี ก็มีหลายประเด็นที่อาจประยุกต์ใช้ในการวิเคราะห์การกำหนดอัตราดอกเบี้ยและขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมได้

9.4.1 <u>สัญญาเช่าซื้อรถยนต์</u>

บริษัทเงินทุนรายหนึ่งได้ระบุว่าในช่วงเดือนธันวาคม 2541 การให้สินเชื่อในตลาดให้เช่าซื้อรถยนต์จะมีอัตราดอกเบี้ยสุทธิ 16.5% ต้นทุนของเงินทุนประมาณ 8% ส่วนต่างดอกเบี้ย 8.5% ค่าใช้จ่ายในการเรียกเก็บหนี้ 2.5% อัตราการผิดนัดชำระหนี้ประมาณ 3.5% และอัตราหนี้เสีย 1% (ส่วนต่างของดอกเบี้ยเป็น 5% ภายใต้สถานการณ์ปกติ)

ปัจจุบันสถานการณ์ตลาดเปลี่ยนแปลงไป บริษัทเงินทุนข้างต้นมี NPL เพิ่มขึ้นอย่างมาก ระดับหนี้เสียเพิ่มถึง 3.5% เนื่องจากมูลค่ารถยนต์ที่ให้เช่าซื้อลดลง ดังนั้น ส่วนต่างของดอกเบี้ยจึงลดลง การออกตราสาร ABS จะช่วยทำให้เกิดความสอดคล้องกันระหว่างหนี้สินและเงินทุน บริษัทเงินทุน

ดังกล่าววางเป้าหมายว่าจะต้องมีส่วนต่างของดอกเบี้ยอย่างน้อย 3-4% และต้องการให้มีการทำ securitization แบบขายสินทรัพย์ออกไปแบบ true sale โดยไม่มีภาระภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ที่ทำให้การทำธุรกรรมไม่มีประโยชน์ในเชิงเศรษฐศาสตร์

9.4.2 <u>ลูกหนี้เงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย</u>

SMC มีโครงการทดสอบตลาดโดยการระดมทุน 5 พันล้านบาท โดยการออก senior bond จำนวน 80% ของลูกหนี้เงินกู้ทั้งหมด และออก subordinated bond 20% ของลูกหนี้เงินกู้ทั้งหมด senior bond ของ SMC จะมีน้ำหนักความเสี่ยงในการคำนวณความเพียงพอของเงินกองทุนเป็น 20% และสามารถใช้เพื่อสำรองสภาพคล่องได้ ถ้าเจ้าหนี้ขายลูกหนี้เงินกู้ให้ SMC และมาซื้อ senior bond แทนจะสามารถลดน้ำหนักความเสี่ยงในการถือครองลูกหนี้จาก 50% เป็น 20% แต่หากลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะมีน้ำหนักความเสี่ยงเป็น 100% (สมมติว่า ธปท. ใช้เกณฑ์ตามสหรัฐอเมริกา)

กรณีตัวอย่างการออกหุ้นกู้ข้างต้น สมมติว่าหุ้นกู้ดังกล่าวไม่มีการค้ำประกันจากรัฐบาล อัตราดอกเบี้ยของ senior bond จะเป็น 10% (มากกว่าหุ้นกู้ที่รัฐค้ำประกันอยู่ 2%) ส่วน subordinated bond จะมีอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ 10% โดยจะได้รับต่อเมื่อมีกระแสรายรับเหลือจากการจ่ายให้ senior bond

สมมติว่าอัตราหนี้เสียลูกหนี้เงินกู้เป็น 1% ต่อปีตลอดอายุของเงินกู้ อัตราการจ่ายชำระหนี้เงินกู้ก่อนกำหนดเป็น 2% และให้อัตราค่าบริการเรียกเก็บหนี้ 0.375% origination fee 0.4% ค่าจดทะเบียนการโอนสินทรัพย์ 0.1% (ส่วนอากรแสตมป์ ภาษีธุรกิจเฉพาะ และภาษีมูลค่าเพิ่ม SMC จะได้รับยกเว้น ค่าบริการหลักในการจัด rating 0.04% และค่าบริการจัด rating ตราสารรายปี 3% ค่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงินและที่ปรึกษาทางกฎหมาย 0.25% (ชำระครั้งเดียว) ค่าจัดจำหน่ายตราสาร 0.75% (ชำระครั้งเดียว) ค่าจ้างผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้รายปี 0.1%

ตามสมมติฐานข้างต้น หากมีอัตราหนี้เสียเกิดขึ้น 1.9% ผู้ถือ subordinated bond จะได้รับผลกระทบจากการไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่กำหนด อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือนธันวาคม พ.ศ. 2541 ขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมในสถานการณ์ปัจจุบันจึงแตกต่างกันออกไปจากข้างต้นคือ หากมีอัตราหนี้เสียในส่วนลูกหนี้เงินกู้เกิดขึ้นน้อยกว่า 1% ผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะได้รับผลตอบแทนปกติ แต่หากอัตราหนี้เสียเกิดขึ้นเกิน 2% ผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็จะได้รับผลตอบแทนไม่ครบตามจำนวนที่กำหนด

9.4.3 <u>ลูกหนี้ที่มีปัญหา</u> (NPL)

ขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมสำหรับการทำ securitization ลูกหนี้ที่มีปัญหาจะขึ้นกับปัจจัยต่าง ๆ ดังนี้

- ราคา NPL ที่ขายให้ SPV
- การบันทึกผลขาดทุนจากการขายในทันที หรือทยอยตัดผลขาดทุนเป็นระยะเวลายาวนานขึ้น (ขึ้นกับกฎเกณฑ์ของทางการ)

- ระยะเวลาชำระบัญชีลูกหนี้ หรือการปรับโครงสร้างหนี้ และการฟื้นฟูหนี้
- ระดับการทำ credit enhancement ที่ต้องการสำหรับการได้รับผล rating ที่เหมาะสม
- นโยบายเกี่ยวกับการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของ NPL และการปรับโครงสร้างหนี้เอื้อประโยชน์อย่างไร

ทั้งนี้ มีข้อเสนอแนะว่า ควรให้การทำ securitization มีขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมเพื่อส่งเสริมการแก้ปัญหา NPL โดย ธปท. ควรปฏิบัติกับ NPL เหมือนเป็น PL ซึ่งสถาบันการเงินได้รับอนุญาตให้มีไว้ได้ และนโยบายการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของ ธปท. ที่ให้ทยอยตัดเป็นค่าใช้จ่ายควรใช้กับกรณี securitization ด้วย

9.5 <u>การประเมินขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสม</u>

ในสถานการณ์ตลาดในปัจจุบัน การระดมทุนในตลาดทุนไทยในระยะปานกลางจะมีต้นทุนสูงกว่าการกู้ยืมในตลาดเงิน อย่างไรก็ดี ก็ยังมีความน่าสนใจในทางเศรษฐศาสตร์ที่จะทำ securitization กล่าวคือ การทำให้เงินทุนระยะยาวและสินทรัพย์ระยะยาวสอดคล้องกันทั้งในด้านอายุใกล้เคียงกัน และอัตราดอกเบี้ยในทิศทางเดียวกัน เช่น ในกรณี SMC หากระดมทุนในตลาดทุนโดยมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ก็จะสอดคล้องกับลูกหนี้เงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวด้วย

การประเมินขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมจะต้องคำนึงถึงปัจจัยต่อไปนี้

(1) ภาระภาษีมีผลกระทบต่อขนาดของธุรกรรมที่เหมาะสมในการทำ securitization เป็นอย่างมาก ได้แก่ ภาษีมูลค่าเพิ่ม (7%) ค่าธรรมเนียมการโอน (0.01%) ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายสำหรับดอกเบี้ยรับ (15%)

(2) อัตราการชำระคืนหนี้ก่อนกำหนด ซึ่งจะกระทบต่อกระแสรายได้ที่จะส่งผ่านมาให้ผู้ลงทุน

(3) วิธีการทำ credit enhancement และระดับการทำ credit enhancement ที่ต้องการ และการจัด rating

ง. การใช้ Trust ในธุรกรรม securitization

1. เปรียบเทียบกองทุนรวมกับ trust : การพิจารณาการจัดตั้ง SPV ในรูปของกองทุนรวม

รูปแบบ trust เป็นแนวความคิดที่ถูกพัฒนาขึ้นที่ประเทศอังกฤษ ทรัพย์สินที่ถูกโอนไปหรือโดยบุคคลใด ๆ หรือบริษัทจะไม่ใช่เป็นการถือหรือโอนเพื่อประโยชน์ในการเป็นเจ้าของของบุคคลข้างต้น แต่เป็นการถือตามรูปแบบ trust ดังนั้น เจ้าของทรัพย์สินคือ trustee จะเป็นเจ้าของในทางกฎหมาย โดยจะเป็นผู้ถือทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลที่ 3 ที่เรียกว่า beneficiaries สิทธิของ beneficiaries คือ สิทธิตามทรัพย์สิน และไม่ใช่สิทธิตามสัญญา trustee มีอำนาจที่จะขายทรัพย์สินได้ตามกฎเกณฑ์ที่รองรับการจัดตั้ง trust ความรับผิดของ trustee ถูกจำกัดเพียงทรัพย์สินในกอง trust และ trustee จะมีสิทธิที่จะไม่ต้องชดใช้ค่าเสียหายในทรัพย์สินในกอง trust สำหรับความรับผิดใด ๆ ที่เกิดขึ้นเนื่องจากการดำเนินการปกติของธุรกิจ โดยปกติ beneficiaries ไม่ต้องมีความรับผิดสำหรับการทำสัญญาให้ trustee เข้ามาดำเนินการ

ถ้า trustee ล้มละลายแล้วกองทรัพย์สินก็ไม่ได้เป็นส่วนสินทรัพย์ของ trustee ที่จะสามารถไปแจกจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ของ trustee ได้ trustee มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของ beneficiaries ซึ่งมีความเข้มงวดกว่าหน้าที่ในการเป็นตัวแทน อย่างไรก็ดี กฎหมายทั่วไปซึ่งบัญญัติแนวทางที่ trustee ต้องทำนั้นทำให้เกิดเครื่องมือการจัดตั้ง trust ผันแปรไปได้หลายแบบ

ในประเทศที่ใช้ Civil Law หลายแห่ง ได้มีการจัดตั้ง trust ตามแนวความคิดเรื่องตัวแทน รวมทั้งสิทธิที่สร้างขึ้นเพื่อประโยชน์ของบุคคลที่ 3 ความแตกต่างที่สำคัญประการหนึ่งของกฎหมายดังกล่าว คือ สัญญาที่ทำโดยตัวแทนจะบังคับให้มีความรับผิดต่อตัวการ (ผู้ถือประโยชน์) ในขณะที่สัญญาที่ทำโดย trustee มักจะไม่มีข้อบังคับกับตัวผู้ก่อตั้ง trust หรือตัว beneficiaries นอกจากนี้ สถานะที่ตัวแทนซึ่งถือทรัพย์สินเพื่อตัวการเกิดภาวะล้มละลายก็มักจะยังไม่มีความชัดเจนในการตีความ แม้ว่าในประเทศที่ใช้ Civil Law จะมีกฎเกณฑ์คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ตัวแทนเป็นผู้ถือไว้ให้

ในประเทศที่ใช้กฎหมาย Common Law กองทุนรวมซึ่งใช้รูปแบบ trust ด้วย trustee จะเป็นผู้ถือสิทธิตามกฎหมายในทรัพย์สินของกอง trust เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยจะแต่งตั้งผู้จัดการกองทุนเพื่อดูแลการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุน สำหรับกองทุนรวมในประเทศไทยก็มีรูปแบบค่อนข้างเหมือน trust แม้ว่ากฎหมายที่รองรับในบางเรื่องจะยังไม่ได้รับการพัฒนาดีนัก ทรัพย์สินของกองทุนรวมจะถูกจดทะเบียนไว้ในชื่อของกองทุน ดังนั้น จึงไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของผู้จัดการกองทุนซึ่งบริหารทรัพย์สินแทนผู้ถือหน่วยลงทุน

สำหรับประเทศไทยความแตกต่างระหว่าง trust และกองทุนรวมจะขึ้นกับประกาศ ก.ล.ต. ดังปรากฏต่อไปนี้

1.1 เนื่องจากกองทุนรวมได้จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายเฉพาะ จึงไม่มีขอบเขตอำนาจเท่าเทียมกับ trust เช่น กองทุนรวมถูกจำกัดการลงทุนในขณะที่ trust ไม่ถูกจำกัด

1.2 โครงสร้างกฎหมายของไทยค่อนข้างเข้มงวด และมีต้นทุนการจัดการสูง เนื่องจากต้องจัดให้มีการว่าจ้างผู้จัดการกองทุนและผู้เก็บรักษาทรัพย์สิน

1.3 trust สามารถจ่ายคืนเงินให้แก่ beneficiaries ตามเวลาที่กำหนดในสัญญา trust ส่วนกองทุนรวมจะมีหลักการในเรื่องจำนวน เงินต้น และเงินปันผล ซึ่งต้องนำไปแจกจ่ายผลกำไรออกไปในกรณีของการทำ securitization ในรูปแบบกองทุนรวม ดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกหนี้ก็จะไปใช้ชำระคืนเงินต้นที่ผู้ถือหน่วยได้ลงทุนไว้

1.4 trust จะมีความยืดหยุ่นในการดำเนินการ โดยจะไม่ค่อยมีข้อจำกัดในการจัดสรรแหล่งรายได้ และมีการสร้างผลตอบแทนได้ในหลาย ๆ รูปแบบ ทั้งนี้ ในส่วนกองทุนรวม เนื่องจาก ก.ล.ต. ต้องให้ความเห็นชอบแผนการต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องทดสอบแผนการในทางปฏิบัติก่อนการจัดตั้งว่าความยืดหยุ่นนั้นเป็นไปได้สำหรับกองทุนรวมในไทยมากน้อยเพียงใด

1.5 ปัจจุบันกองทุนรวมไม่ได้รับอนุญาตให้กู้ยืมหรือก่อหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต จึงเป็นการยากสำหรับกองทุนรวมที่จะสร้างสภาพคล่องอื่นใดนอกเหนือจากการทำ overcollateralisation นอกจากนี้ สถานะการทำ hedging ของกองทุนรวมก็ยังไม่ชัดเจนทั้งหมด

ในการนำบัญชีบัตรเครดิตมาทำ securitization โดยให้กองทุนรวมเป็น SPV อาจต้องพิจารณาหลักการของ trust ที่มีความยืดหยุ่นมาประยุกต์ใช้ กล่าวคือ ในการนำบัตรเครดิตมาทำ securitization จะมีการโอนบัญชีบัตรเครดิตจำนวนมากให้แก่ SPV ซึ่งจะมีการโอนหมุนเวียนกันเป็นช่วงเวลา เช่น 3 หรือ 5 ปี ในระหว่างช่วงเวลาที่หมุนเวียนอยู่นั้น ผู้ถือบัตรเครดิตจะใช้เงินล่วงหน้าตามวงเงินในบัตร อย่างไรก็ดี อาจเป็นไปได้ที่ผู้ถือบัตรจ่ายคืนเงินน้อยกว่าจำนวนเงินที่ใช้ไป หรือยังมียอดค้างชำระในบัตรอยู่ซึ่งอาจเป็นจำนวนเงินที่มากกว่าจำนวนที่ SPV รับโอนบัญชีบัตรเครดิตมา จำนวนเงินส่วนเกินนี้จะต้องถูกใช้คืนให้แก่ originator ดังนั้น ดอกเบี้ยของ orignator และ SPV จะผันแปรไปตลอดเวลาตามประมาณยอดค้างชำระของบัญชีบัตรเครดิต

หลักการของ trust จะสามารถนำมาใช้ได้ในกรณีนี้ โดยจะโอนบัญชีบัตรเครดิตมาให้แก่ trust และดอกเบี้ยของ originator และ SPV ภายใต้ trust ก็จะผันผวนไปตามยอดค้างชำระของบัญชี ซึ่งแต่ละฝ่ายเป็นผู้ให้สินเชื่อ โครงสร้างในลักษณะเดียวกันนี้อาจปรับใช้กับกองทุนรวมเพื่อให้สามารถนำบัตรเครดิตมาทำ securitization ในประเทศไทยได้

2. <u>การกำหนดหลักการและการนำ trust มาใช้ในธุรกรรม securitization ในประเทศที่ใช้ Civil Law (ปัญหาและแนวทางแก้ไข)</u>

ประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศเดียวในระบบกฎหมาย Civil Llaw ที่มีกฎหมาย trust เป็นการเฉพาะ รูปแบบ trust มิได้ใช้ในการแก้ไขปัญหาเป็นการเฉพาะในญี่ปุ่น ทั้งนี้ ภายใต้กฎหมาย SPV ของญี่ปุ่น จะจัดตั้ง SPV ได้ทั้งในรูปแบบบริษัท trust และห้างหุ้นส่วน

ในการทำ securitization ในระดับสากล originator จะโอนสินทรัพย์ไปยัง trust company และจะได้รับดอกเบี้ยจาก trust ตอบแทนกลับมา trust company จะขาย senior trust ให้แก่ SPV อีกราย ซึ่งจะจัดหาเงินทุนมาซื้อสินทรัพย์โดยการออกหุ้นกู้ขายต่างประเทศ และ trust company จะเป็นผู้ถือ junior trust ไว้เอง ดังนั้น จึงอาจเป็นไปได้ที่จะใช้รูปแบบนี้กับกรณี SPV ที่เป็นบริษัท ไม่จำเป็นต้องเป็น trust เท่านั้น

สาเหตุของการนำโครงสร้าง trust มาใช้มี 2 ประการคือ

2.1 เพื่อได้รับยกเว้นภาษี

2.2 เพื่อสร้างความเชื่อมมั่นของผู้ลงทุนซึ่งมักต้องการให้ trust company เป็นผู้ถือบัญชีลูกหนี้มากกว่าให้ SPV ที่เป็นบริษัทเป็นผู้ถือ เนื่องจาก SPV ดังกล่าวจะถูก originator ควบคุมได้อยู่ดี

อย่างไรก็ดี จะต้องมีค่าใช้จ่ายในการจ้าง trust company เข้ามาทำ securitization ซึ่งแพงกว่าการใช้ SPV ที่เป็นบริษัท นอกจากนี้ ในญี่ปุ่นก็ยังมีปัญหาเรื่อง commingling risk อยู่แม้จะใช้รูปแบบ trust ก็ตาม

3. <u>การใช้หลักการของ trust ในธุรกรรม securitization</u>

มีสถานการณ์หลายอย่างที่สามารถนำรูปแบบ trust มาใช้ในธุรกรรม securitization ดังนี้

3.1 trust สามารถถือทรัพย์สินและหลักประกันเพื่อประโยชน์ของ beneficiaries ทั้งปวง

<u>ตัวอย่างที่ 1</u> การถือหลักประกันไว้เพื่อเจ้าหนี้หุ้นกู้ swap connterparties, servicer และ liquidity ptovider)

ภายใต้กฎหมายไทยมีแนวความคิดเรื่อง ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งก็ยังมีอำนาจหน้าที่จำกัด โดยเป็นเพียงผู้รับจดจำนองหลักประกันต่าง ๆ นอกจากนี้ ยังไม่มีความชัดเจนว่า ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถกระทำการในฐานะผู้แทนของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวงในการประสานงานกับบุคคลอื่น เช่น SPV และ servicer ได้

<u>ตัวอย่างที่ 2</u> เงื่อนไขของ trust ได้กำหนดว่าสิ่งใด ๆ ที่จำเป็นต่อการจ่ายชำระหนี้สินจะต้องถูกโอนไปให้ SPV และเมื่อมีผลประโยชน์คงเหลือก็จะถูกโอนจ่ายคืน originator โดย trust จะไม่มีภาระภาษีใด ๆ

3.2 trust ช่วยให้บุคคลหนึ่ง ๆ ยังได้รับผลประโยชน์ในทรัพย์สินที่มิได้อยู่ในชื่อของตนเอง

ตัวอย่างในกรณีนี้คือใช้ trust สำหรับบัญชีธนาคารของ originator ซึ่งมีผลให้ SPV สามารถเรียกร้องเงินคืนจากบัญชีดังกล่าวแม้ originator จะล้มละลายก็ตาม

ค. **<u>ประเด็นด้านบัญชี</u>** (โดย PricewaterhouseCoopers)

1. <u>แนะนำมาตรฐานบัญชีสำหรับประเทศไทย</u>

มาตรฐานบัญชีไทยไม่ได้รวมแนวทางบัญชีสำหรับการโอนสินทรัพย์ภายใต้ธุรกรรม securitization อย่างไรก็ดี ปัจจุบันสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย (ICAAT) อยู่ระหว่างการร่างมาตรฐานบัญชีใหม่ที่ครอบคลุมบัญชีสำหรับการโอนและการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงินและหนี้สินทางการเงิน

แต่เดิม ICAAT มีความเห็นที่จะปรับใช้มาตรฐานบัญชี FAS No.125 เนื่องจากมาตรฐานดังกล่าวมีรายละเอียดของธุรกรรมมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับมาตรฐาน IAS No.39 มาตรฐานบัญชีทั้งสองแบบนี้ได้ประยุกต์ใช้แนวความคิดในเรื่องการรับรู้สินทรัพย์ทางการเงิน โดยอ้างอิงองค์ประกอบทางการเงินตามราคาตลาดที่ยุติธรรม ในกรณีที่ไม่สามารถหาราคาตลาดที่ยุติธรรมของสินทรัพย์ทางการเงินได้ มาตรฐานบัญชีทั้งสองแบบได้แนะนำให้รับรู้มูลค่าของสินทรพัย์ทางการเงินดังกล่าวเป็นศูนย์

อย่างไรก็ดี จากการพิจารณาเห็นว่า การใช้ FAS No.125 อาจทำให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ ดังนี้

1. รายละเอียดใน FAS No.125 ได้อ้างอิงสภาพแวดล้อมทางกฎหมายในสหรัฐอเมริกา ซึ่งแตกต่างจากสภาพแวดล้อมของกฎหมายไทยค่อนข้างมาก

2. ในกรณีที่ originator เป็นผู้ทำ credit enhancement โดยการเข้ามาซื้อหุ้นกู้ด้อยสิทธิของ SPV โครงสร้างดังกล่าวจะถือเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน โดยพิจารณาได้จากเกณฑ์ต่อไปนี้

- การให้ค่าตอบแทนแก่ originator ในรูปของการให้เป็นผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือเป็นส่วนได้เสียในผลประโยชน์ (beneficial interest) ดังนั้น ผลตอบแทนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็ยังต้องขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนอยู่ดี

- ตาม FAS No.125 พิจารณาการจัดโครงสร้างในลักษณะนี้ว่า สินทรัพย์ที่โอนไปแล้วยังไม่ได้แยกเด็ดขาดจาก originator และเจ้าหนี้ของ originator ในกรณีล้มละลาย

ข้อจำกัดตามโครงสร้างนี้อาจไม่สามารถใช้ประยุกต์ได้กับสภาพแวดล้อมไทย เนื่องจากของไทยจะต้องเป็นไปตามการตีความของ พ.ร.บ.ล้มละลายในการกำหนดว่า สินทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนได้หลุดพ้นจาก originator ในกรณีล้มละลายหรือไม่ ในทางตรงข้ามมาตรฐาน IAS No.39 กำหนดว่า originator ควรหยุดรับรู้สินทรัพย์ทางการเงินเมื่อ originator สูญเสียอำนาจการควบคุมในสิทธิตามสัญญาที่ทำให้เกิดสินทรัพย์ทางการเงิน

IAS No.39 กำหนดนิยามการควบคุมเหนือสินทรัพย์ว่า เป็นความสามารถในการให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ในเชิงเศรษฐศาสตร์ในอนาคตที่ได้จากสินทรัพย์ เนื่องจาก IAS No.39 มีพื้นฐานจากแนวความคิดเกี่ยวกับองค์ประกอบทางการเงินซึ่งสนับสนุนความคิดว่า สินทรัพย์ทางการเงิน

สามารถแยกส่วนกันได้ ดังนั้น จึงตีความว่า การจ่ายผลตอบแทนให้ originator ในรูปของหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือเป็นการกู้ยืมแต่ส่วนที่จ่ายเป็นเงินสดจะถือเป็นการขาย

จากการที่มาตรฐานบัญชีไทยปัจจุบันใช้แนวทางเดียวกับมาตรฐานของ IAS ดังนั้น จึงเห็นว่า ICAAT อาจจะทบทวนร่างมาตรฐานบัญชีเกี่ยวกับสินทรัพย์ทางการเงินและหนี้สินทางการเงินตามแนวของ IAS No.39 ซึ่งควรครอบคลุมการปฏิบัติในทางบัญชีสำหรับสินทรัพย์ทางการเงินอื่นด้วย เช่น เครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (hedging instrument)

2. <u>แนวความคิดของ FAS No.125</u> (บัญชีการขาย/การกู้ยืม)

หลักการของ FAS No.125 จะเน้นเรื่องการควบคุมเหนือสินทรัพย์ทางการเงิน ถ้าผู้โอนไม่มีการควบคุมเหนือสินทรัพย์ดังกล่าวก็จะถือเป็นการขาย ซึ่งได้รับผลตอบแทนกลับมาโดยไม่ใช่อยู่ในรูปของส่วนได้เสียในผลประโยชน์ (beneficial interest) ของสินทรัพย์ที่โอนไป ทั้งนี้ FAS No.125 กำหนดนิยามของ beneficial interest ว่า ส่วนได้เสียในผลประโยชน์ที่ได้รับ ซึ่งจะไม่ใช่เป็นสินทรัพย์บริการแต่เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน

ตัวอย่างเทคนิคการประเมินได้รวมถึง วิธีคิด มูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ในอนาคตที่ประมาณการไว้ โดยคำนวณในอัตราคิดลด (discount rate) ซึ่งสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง วิธี option-pricing models, matrix pricing, option adjusted spread models และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ทั้งนี้ เทคนิคเหล่านี้จะต้องรวมสมมติฐานที่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดใช้ในการประเมินมูลค่า รายได้และค่าใช้จ่ายในอนาคต อัตราดอกเบี้ย การผิดนัดชำระหนี้ การจ่ายคืนเงินกู้ และความผันผวนของตัวแปรต่างๆ

ในกรณีที่ธุรกรรมเป็นไปตามนิยามการขายแล้ว ผู้โอนจะต้องบันทึกบัญชี ดังนี้

- หยุดรับรู้รายได้จากสินทรัพย์ที่ขายทั้งหมด
- รับรู้สินทรัพย์ทั้งหมดที่ได้มาและหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการขาย
- วัดมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่ได้มาและหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการขาย

รับรู้กำไรหรือขาดทุนจากการขาย

ส่วนผู้รับโอนจะต้องรับรู้สินทรัพย์ทั้งหมดที่ได้มา และหนี้สินใด ๆ ที่เกิดขึ้น โดยใช้มูลค่ายุติธรรมเป็นเกณฑ์

ในกรณีที่การโอนนั้นไม่ถือเป็นการขายในทางบัญชี ผู้โอนและผู้รับโอนต้องบันทึกบัญชีเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน

3. <u>ประเด็นบัญชีด้านอื่นๆ</u>

ประเด็นทางบัญชีอื่นที่เกี่ยวข้องในธุรกรรมในเรื่องของการทำให้ originator สามารถตัดสินทรัพย์ที่โอนออกจากบัญชีของตนได้คือ แม้ในทางบัญชีจะตีความเป็นการขายได้ แต่ถ้า SPV ยังต้องถูกนำเข้ามาจัดทำงบการเงินรวมกับ originator ในกรณีนี้ ก็เสมือนว่ามิได้ตัดสินทรัพย์ที่โอนออกจากบัญชีของ originator อยู่ดี

ในสหรัฐอเมริกามีแนวปฏิบัติในทางบัญชีที่รองรับกรณีนี้ โดย SPV จะไม่ถูกนำเข้ามาไว้ในงบการเงินรวมกับ originator แม้ว่า originator หรือกลุ่มของ originator จะเป็นเจ้าของ SPV ทั้ง 100% ก็ตาม ทั้งนี้ จะต้องเป็นไปตามหลักการในเรื่อง ดังนี้

- กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับความเป็นเจ้าของ SPV
- แนวปฏิบัติในทางภาษีในเรื่องของวิธีการส่งผลกำไรกลับคืน

<u>บทที่ 10</u> ประเด็นด้านกฎหมาย ภาษี บัญชี และการใช้ Trust ในธุรกรรม securitiztion

ก. **<u>ประเด็นด้านกฎหมาย</u>** (โดย Freshfields)

1. <u>การฟื้นฟูลูกหนี้และการแก้ไขปัญหากฎหมาย</u>

การฟื้นฟูลูกหนี้ที่ผิดนัดชำระหนี้เป็นประเด็นสำคัญในการกำหนดขนาดของหลักประกันและผลประโยชน์เชิงเศรษฐศาสตร์ของการทำธุรกรรม กระบวนการทางศาลของประเทศไทยในปัจจุบันยังมีขั้นตอนค่อนข้างช้าและไม่สามารถประเมินได้ว่าลูกหนี้ ซึ่งเจ้าหนี้ได้ทำการช่วยเหลือฟื้นฟูกิจการจะมีมูลค่าเป็นอย่างไร นอกจากนี้ สำหรับประเด็นเกี่ยวกับลูกหนี้เงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยก็ยังไม่สามารถประเมินว่าการบังคับใช้ของกฎหมายบังคับหลักประกันใหม่จะมีผลกระทบมากน้อยเพียงใด

2. <u>การขายขาด</u> (true sale)

การขายขาดหรือ true sale จะมีการใช้แตกต่างกันไปตามแต่ละสถานการณ์ ดังนี้

- ในด้านกฎหมายล้มละลายจะถือเป็น true sale ถ้าสินทรัพย์ที่ขายไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของ originator ไม่ว่าจะโดยการถือเป็นสินทรัพย์ของ originator หรือถูกเรียกคืนกลับไปเมื่อ originator ล้มละลาย
- ในด้านบัญชีจะมีผลกระทบให้ตัดสินทรัพย์ออกจากงบดุลของ originator ทำให้ไม่ต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ดังกล่าว

ทั้งนี้ การปฏิบัติในทางบัญชีและในทางกฎหมายจะมีความแตกต่างกัน โดยในทางบัญชีหากไม่ใช่ true sale ต้องบันทึกสินทรัพย์ที่โอนไปให้ยังคงอยู่ในงบดุลของ originator เพื่อแสดงภาพที่แท้จริงของสินทรัพย์และหนี้สินของ originator การไม่ใช่ true sale ทางบัญชีก็ไม่ได้หมายความว่าสินทรัพย์นั้นจะไม่ใช่ true sale ในทางกฎหมายด้วย

2.1 <u>true sale ในประเทศไทย</u>

ภายใต้กฎหมายปัจจุบันมีกฎเกณฑ์หลายเรื่องที่ต้องพิจารณาดังนี้

2.1.1 การฉ้อฉลในการโอน (มาตรา 113 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย มาตรา 114 และมาตรา 90/40 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่)

(1) มาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้กำหนดว่าถ้า SPV ได้รับโอนสินทรัพย์จากผู้ขายมาอย่างแท้จริงโดยเป็นไปตามเงื่อนไขต่อไปนี้ก็จะไม่ให้นำมาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับ (มาตรา 114 กำหนดให้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนในระหว่าง 3 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้นได้ เว้นแต่เป็นการโอนโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน)

(ก) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม

(ข) SPV เป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ที่รับโอน และ

(ค) SPV สามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตจาก (ก) ว่า ไม่มีประโยชน์ที่จะพิสูจน์ราคาตลาดที่ยุติธรรม เนื่องจากยากกว่าการพิสูจน์ตามมาตรา 114 ที่เพียงกำหนดว่า เป็นการโอนโดยสุจริตแบบมีค่าตอบแทน สำหรับ (2) และ (3) เป็นข้อกำหนดที่อิงไปในทางบัญชี ซึ่งยังไม่มีความแน่นอนในการตีความทางศาลอยู่

(2) มาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่ กำหนดให้ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลเกิดขึ้นภายใน 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสน่หาหรือเป็นการที่กิจการได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้ถือว่าเป็นการกระทำที่กิจการและผู้ที่ได้รับประโยชน์นั้นรู้อยู่แล้วว่าทำให้เจ้าหนี้ของกิจการเสียเปรียบ ข้อกำหนดดังกล่าวคล้ายคลึงกับข้อกำหนดในมาตรา 90/40

ทั้งนี้ มีประเด็นพิจารณาดังนี้

- สมมติว่าธุรกรรม securitization มีการโอนสินทรัพย์เป็นไปตามราคาตลาดจึงไม่ควรมีข้อโต้แย้งว่าเป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้เสียหาย แต่หากไม่ใช่การโอนในราคาตลาด ก็ยังไม่มีความชัดเจนว่าจะมีการเรียกคืนสินทรัพย์กลับไปเมื่อ originator ล้มละลายหรือไม่
- ยากที่จะพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์นั้นเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียหายหรือไม่ เนื่องจากการโอนสินทรัพย์ของ originator อาจมีผลทำให้เจ้าหนี้ของ originator เสียหายได้ถ้า originator ล้มละลายในเวลาหลังจากโอนสินทรัพย์ไม่นานนัก โดย originator จะมีเงินสดที่จะจ่ายให้เจ้าหนี้ได้น้อยกว่ากรณีที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์
- ตามมาตรา 237 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายปัจจุบันกำหนดว่าถ้า ณ เวลาที่เกิดรายการโอนสินทรัพย์ กิจการผู้โอนนั้นได้ล้มละลายและรายการโอนนั้นไม่ได้เป็นสิ่งที่ทำให้กิจการนั้นล้มละลาย ก็จะไม่ถือว่าทำให้เจ้าหนี้เสียหาย
- มีประเด็นว่า SPV ควรได้รับความคุ้มครองจากการล้มละลายของ originator หรือไม่ เนื่องจาก SPV ไม่มีเงินสดเพียงพอในการฟ้องร้องเรียกสินทรัพย์คืนกลับมา

(3) ข้อสังเกตจากกฎหมายทั้ง 2 ฉบับ

จากมาตรา 114 และมาตรา 90/40 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่ซึ่งมีข้อกำหนดที่แตกต่างจากข้อกำหนดของมาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายเดิมก่อนการแก้ไขทำให้ข้อกำหนดตามมาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ อาจจะไม่มีผลคุ้มครอง SPV จากการได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของ originator ได้ และโดยที่มาตรา 20 จะต้องมีการพิสูจน์ว่า เป็นการโอนในราคาตลาดที่ยุติธรรม และต้องมีการพิสูจน์ในทางบัญชี จึงมีข้อแนะนำว่า หากจะให้กระบวนการ securitization มีความน่าสนใจก็ควรให้มีการแก้ไขมาตรา 20 ในเรื่องต่อไปนี้

- กำหนดวิธีการโดยสรุปที่จะมั่นใจได้ว่า originator จะไม่ล้มละลายอันมีผลมาจากการโอนสินทรัพย์ออกไป ตัวอย่างเช่น อาจดูจากงบการเงินฉบับตรวจสอบในงวดล่าสุด
- ให้มีกฎเกณฑ์การกำหนดราคาตลาดสำหรับการขายแบบ true sale โดยต้องพิจารณาผลประโยชน์ทั้งหมดของ originator และกลุ่มของ originator ในธุรกรรมการโอนนั้น
- ขยายขอบเขตของมาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้ครอบคลุมถึงมาตรา 90/40 และ 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่

ทั้งนี้ โดยต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมให้ผู้บริหารของ originator ต้องกระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวกับธุรกรรม securitization ให้เป็นไปในทางสุจริตเพื่อประโยชน์ของ originator

2.1.2 บุริมสิทธิในสินทรัพย์ (มาตรา 115 และมาตรา 90/41 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย)

ยกเว้นในกรณีผิดปกติ อาจเป็นการยากที่จะพิจารณาว่ากฎเกณฑ์ในเรื่องบุริมสิทธิจะใช้ในธุรกรรม securitization ได้อย่างไร เนื่องจาก SPV ไม่ใช่เจ้าหนี้ของ originator ทั้งก่อนหรือหลังการทำธุรกรรมดังกล่าว

2.2 <u>การเปรียบเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา</u>

2.2.1 การตีความว่าเป็นการขาย (true sale) หรือการกู้ยืมแบบมีประกัน (secured loan)

ศาลของสหรัฐอเมริกาจะพิจารณาว่าเป็น true sale หรือไม่ โดยดูจากปัจจัยเหล่านี้

(1) เงื่อนไขการให้สิทธิไล่เบี้ย

ตามกฎของ Uniform Commercial Code (UCC) ระบุว่า การโอนสิทธิในการชำระค่าสินค้าหรือบริการ (account) และหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษรเกี่ยวกับข้อผูกพันทางการเงินและผลประโยชน์ในหลักประกันหรือการเช่าซื้อสินค้า (chattel paper) อาจถือเป็นการขายได้แม้ว่าจะมีการให้สิทธิไล่เบี้ยกับผู้โอนก็ตาม อย่างไรก็ตาม ศาลบางแห่งจะตีความว่าเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน เนื่องจากผู้โอนยังต้องรับความเสี่ยงอยู่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเป็นการให้สิทธิไล่เบี้ยไปยังผู้โอนได้ทั้งจำนวน ศาลจะถือว่าเป็นการให้กู้แก่ผู้โอน โดยการที่ผู้โอนจ่ายเงินหรือค้ำประกันให้แก่ผู้รับโอนในอัตราคงที่หรือลอยตัวจะเป็นหลักฐานของการกู้ยืม

(2) ผู้โอนไม่สามารถเรียกสินทรัพย์คืนได้

(3) การจัดการกับสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนไป

โดยปกติจะมีปัจจัย 4 ประการที่ทำให้พิจารณาว่าเป็นการขาย ได้แก่ การบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ เอกสารหลักฐานความเป็นเจ้าของ การเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์ และความเป็นเจ้าของเงินที่เรียกเก็บได้ ทั้งนี้ ศาลได้กำหนดระดับความสำคัญของปัจจัยเหล่านี้ในการพิจารณาว่าเป็นการขายหรือกู้ ซึ่งต้องใช้หลายปัจจัยประกอบกันในการพิจารณา ศาลอาจพิจารณาว่าเป็นการขายได้ทั้ง ๆ ที่ไม่มีการบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ และผู้โอนยังเป็นผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้

(4) การบอกกล่าวบุคคลภายนอก

(5) เกณฑ์การปฏิบัติในทางภาษีและบัญชีซึ่งจะมีความอิสระต่อกัน แต่หากกรณีการตีความในทางภาษีและบัญชีเป็นไปในทางเดียวกัน จะช่วยให้ศาลพิจารณาได้ง่ายขึ้น

(6) เงื่อนไขของสัญญา เช่น การระบุว่าเป็นการซื้อขายอาจมีอิทธิพลต่อการตัดสินของศาลได้

(7) ความสัมพันธ์ของธุรกรรมการกู้ยืม ในบางกรณีการโอนสินทรัพย์ถูกตีความเป็นการกู้หากการโอนนั้นยังคงเกี่ยวข้องกับการกู้ยืม แทนที่จะเป็นการโอนแบบอิสระจากกัน ในบางครั้งอาจพิจารณาว่า การที่ผู้โอนเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์แทนผู้รับโอนจะถือเป็นการจ่ายคืนเงินกู้ให้แก่ผู้รับโอนได้

2.2.2 <u>ประเด็นเกี่ยวกับการล้มละลายในสหรัฐอเมริกา</u>

ถ้าผู้โอนสินทรัพย์กลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย bankruptcy trustee อาจพยายามเรียกร้องสินทรัพย์ที่โอนไปกลับมาโดยมีหลักการต่อไปนี้

(1) หากสินทรัพย์ที่โอนติดภาระผูกพัน จะถือเป็นการโอนไม่สมบูรณ์

(2) การเพิกถอนการโอนโดยใช้หลักของการให้ผลประโยชน์ที่ดีกว่าแก่ผู้รับโอน (preference) ภายใต้มาตรา 547 แห่งกฎหมายล้มละลายที่กำหนดให้ bankruptcy trustee สามารถขอยกเลิกการโอนได้ โดยมีองค์ประกอบ 7 ประการในการพิสูจน์ ได้แก่ มีการโอน มีผลประโยชน์ในทรัพย์สินของผู้ล้มละลาย เป็นการโอนเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ เป็นการโอนเพื่อบัญชีหนี้สินที่มีอยู่ก่อนการโอนนั้น เป็นการโอนในขณะที่ผู้โอนกำลังล้มละลาย เป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้ได้รับประโยชน์มากกว่าที่สมควรได้รับหากไม่มีการโอนเกิดขึ้นและสินทรัพย์ที่โอนได้ถูกชำระบัญชีไปภายใต้ chapter 7 ของกฎหมายล้มละลายแล้ว เป็นการโอนที่ทำขึ้นระหว่างช่วงเวลาที่ให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้รับโอนดีกว่าเจ้าหนี้ของผู้โอน

ทั้งนี้ ศาลจะมีภาระในการพิสูจน์แต่ละองค์ประกอบ หากไม่สามารถพิสูจน์ได้ ผู้คัดค้านการโอนก็สามารถเรียกคืนสินทรัพย์กลับมาได้

ในกรณีที่ธุรกรรมถูกถือเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน bankruptcy trustee ของผู้โอนจะพยายามเรียกสินทรัพย์ที่โอนกลับมาเช่นเดียวกับที่เป็นการโอนที่ให้ประโยชน์แก่ผู้รับโอน ทั้งนี้ ถ้า SPV ไม่ใช่เจ้าหนี้ของ originator ก่อนการทำธุรกรรม securitization SPV ก็ไม่สามารถได้รับประโยชน์ที่ดีกว่าเจ้าหนี้อื่น

2.2.3 <u>การเพิกถอนการโอนเนื่องจากเป็นการฉ้อฉล</u>

ภายใต้ข้อกำหนดของมาตรา 548 ของกฎหมายล้มละลายหรือภายใต้ State Fraud and Transfer Laws หากมีการฉ้อฉลในการโอนสินทรัพย์ออกไปภายใน 1 ปีก่อนการล้มละลาย เช่น โอนไปในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ยุติธรรมโดยไม่มีเหตุอันสมควร และลูกหนี้อยู่ในภาวะใกล้ล้มละลาย ศาลก็จะเพิกถอนการโอนได้

2.2.4 <u>สินทรัพย์ทางการเงินที่เกิดจาก Executary Contract</u>

มาตรา 356 ของกฎหมายล้มละลายอนุญาตให้ bankruptcy trustee สามารถปฏิเสธหรือไม่ยอมรับการโอนสัญญาที่ยังมีผลใช้บังคับ หรือลูกหนี้เช่าซื้อที่ยังไม่ครบกำหนดสัญญา และเรียกคืนเข้ามาในกองทรัพย์สินล้มละลายได้

2.2.5 <u>bankruptcy remote ของผู้โอน</u>

ศาลล้มละลายมีอำนาจตามกฎหมายล้มละลายที่จะรวมสินทรัพย์และหนี้สินของ SPV กับบริษัทแม่ (หลักการ substantive consolidation) ดังนั้น จึงเกิดแนวความคิดในการจัดโครงสร้างเป็นแบบ two-tiered structure โดยทำให้ SPV มีคุณสมบัติบางประการ เช่น เป็นบริษัทที่มีสถานะทางกฎหมายแยกออกจากบริษัทแม่ซึ่งเปิดเผยไว้ต่อบุคคลที่ 3 SPV ควรมีทุนเพียงพอในการดำเนินธุรกิจ และมีข้อจำกัดการลงทุน การก่อหนี้ การทำธุรกิจ และความเป็นเจ้าของ

2.2.6 <u>ข้อแตกต่างระหว่างกฎหมายล้มละลายของไทยและสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการตีความการขายและการกู้ยืม</u>

(1) ในสหรัฐอเมริกามีหลักการ reorganisation ตาม Chapter 11 ของกฎหมายล้มละลายที่กำหนดว่า แม้การโอนที่มีความหมายเป็นการขาย แต่ศาลยังอาจตีความเป็นกู้ยืมได้ถ้าสินทรัพย์นั้นยังอยู่ที่ผู้โอน แม้ว่าผู้รับโอนจะได้รับประโยชน์ในลักษณะหลักประกันในสินทรัพย์นั้นก็ตาม สำหรับประเทศไทยยังมิได้ใช้หลักการดังกล่าว เพียงแต่จะพิจารณาว่าผู้โอนมีความตั้งใจที่จะโอนอย่างสุจริตแท้จริงหรือไม่

(2) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับบุริมสิทธิ์ในสินทรัพย์ในสหรัฐอเมริกามีความชัดเจนกว่าในไทย อย่างไรก็ดี โดยทั่วไปประเด็นเรื่องบุริมสิทธิดังกล่าวไม่ควรเกี่ยวข้องกับธุรกรรม securitization

(3) กฎหมายไทยยังขาดความชัดเจนเกี่ยวกับการกำหนดว่ารายการใดเป็นการโอนในลักษณะฉ้อฉล แม้ว่าผลสรุปอาจคล้ายกับของสหรัฐเมริกา

(4) ในประเทศไทยยังไม่มีการใช้หลักการนำสินทรัพย์ของนิติบุคคลที่แยกต่างหากจากกันมารวมกันไว้ในกองทรัพย์สินล้มละลาย

3. <u>การโอนสินทรัพย์ไปยัง SPV</u>

3.1 <u>การโอนสินทรัพย์ในไทย</u>

ภายใต้ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่บังคับให้ต้องมีการบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ ซึ่งอาจจะมีประเด็นปัญหาในกรณีที่ลูกหนี้เงินกู้ของ originator เป็นเจ้าหนี้เงินฝากใน originator ด้วย หากไม่มีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้แล้ว ลูกหนี้อาจหักกลบลบหนี้ระหว่างเงินฝากและเงินกู้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

- ในกรณีนี้อาจจำเป็นต้องบอกกล่าวการโอนและได้รับความยินยอมจากลูกหนี้เป็นหนังสือ ตั้งแต่ ณ จุดโอนลูกหนี้เพื่อเลี่ยงการหักกลบหนี้ข้างต้น แต่แนวทางนี้อาจยากในการปฏิบัติหากมีลูกหนี้จำนวนมาก

- ในทางปฏิบัติสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมักจะยอมรับว่า ความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ดังกล่าวอาจหลีกเลี่ยงไม่ได้ จึงต้องให้มีการบอกกล่าวลูกหนี้เพื่อลดความเสี่ยงและควรเพิ่มระดับการทำ credit enhancement ด้วย

3.2 <u>การเปรียบเทียบการโอนทรัพย์สินส่วนบุคคลในสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย</u>

ในสหรัฐอเมริกา โดยทั่วไปทรัพย์สินส่วนบุคคลถูกขายไปภายใต้สัญญาระหว่างผู้ขายและผู้ซื้อ ซึ่งตาม Article 9 ของ Uniform Commercial Code (UCC) กำหนดว่า การขายสิทธิการชำระค่าสินค้าหรือบริการ (account) หรือหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษรเกี่ยวกับข้อผูกพันทางการเงินและผลประโยชน์ในหลักประกันหรือการเช่าซื้อสินค้า (chattel paper) จะถือว่ามีผลสมบูรณ์เมื่อผู้โอนได้เปิดเผยข้อมูลทางการเงินภายใต้ UCC แล้ว หรือแสดงความเป็นเจ้าของใน chattel paper นั้น ทั้งนี้โดยทั่วไปไม่จำเป็นต้องมีการบอกกล่าวการโอนทรัพย์สินส่วนบุคคลต่อลูกหนี้

ในกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ถูกพิจารณาเป็น chattel paper ภายใต้ UCC เนื่องจากการเช่าซื้อรถยนต์ได้รวมผลประโยชน์ในหลักประกันในรถยนต์ที่ถือเป็นการค้ำประกันลูกหนี้ การขายลูกหนี้เช่าซื้อเกิดขึ้นโดยการทำสัญญาระหว่างเจ้าของลูกหนี้และผู้รับโอน และทั้งโดยการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินหรือโดยการโอนความเป็นเจ้าของใน chattel paper เพื่อให้ผลประโยชน์ของผู้รับโอนมีความสมบูรณ์ อย่างไรก็ดี ผู้รับโอนลูกหนี้เช่าซื้อยังมีความเสี่ยงมากถ้าลูกหนี้ดังกล่าวยืนยันว่าตนเองมีสัญญากับผู้ขายก็อาจจะมีความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ของลูกหนี้กับผู้โอนเดิม จึงต้องมีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้เพื่อลดความเสี่ยง

<u>จุดอ่อนและจุดแข็งในการนำกฎเกณฑ์ของสหรัฐอเมริกามาใช้กับไทย</u>

- ข้อดีของกฎหมายสหรัฐอเมริกาที่เหนือกว่าของไทย คือ ในสหรัฐอเมริกาการบอกกล่าวการโอนไม่ใช่ข้อกำหนดที่ทำให้การโอนมีผลบังคับใช้ ไทยต้องมีการออก พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มายกเว้นการบอกกล่าวการโอนเพื่อให้การโอนมีผลสมบูรณ์

- ข้อที่เหมือนกันระหว่างสหรัฐอเมริกากับไทยคือ การมีความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ของลูกหนี้หากมิได้บอกกล่าวการโอนให้ลูกหนี้ทราบ
- ข้อที่ต่างกันระหว่างสหรัฐอเมริกากับไทย คือ ในกรณีการโอนรถยนต์ในไทยมีข้อกำหนดให้ต้องจดทะเบียนการโอนภายใน 15 วันนับแต่วันโอน

4. <u>การเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บหนี้</u> (servicer)

มาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ กำหนดว่า ถ้า originator มิใช่ servicer จะต้องมีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้ทันที มิฉะนั้นแล้ว การโอนสิทธิเรียกร้องนั้นจะไม่สามารถใช้เป็นข้อต่อสู้กับบุคคลภายนอกได้ (รวมถึงเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลายของ originator) พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มิได้กำหนดถึงระยะเวลาในการบอกกล่าวการเปลี่ยนตัว servicer ต่อลูกหนี้ ดังนั้น ถ้า originator ล้มละลายระหว่างช่วงเวลาที่จัดส่งหนังสือบอกกล่าวการเปลี่ยนตัว servicer ไปยังลูกหนี้ ก็อาจมีความเสี่ยงที่ทำให้การโอนไม่สมบูรณ์ และไม่สามารถยกเป็นข้อต่อสู้กับเจ้าหนี้ของ originator ในกรณีที่ originator ล้มละลายได้

<u>แนวทางแก้ไข</u> แก้ไขโดยให้ originator แจ้งให้ลูกหนี้ทราบตั้งแต่วันแรกของการโอนเลย ดังนั้น มาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ที่ยกเว้นการบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ จึงไม่มีประโยชน์แต่อย่างใด

5. <u>การโอนสินทรัพย์อื่นนอกเหนือจากลูกหนี้</u>

พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มิได้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการโอนสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ลูกหนี้ เช่น พวก underlying asset ประเภทรถยนต์ อาคาร และอสังหาริมทรัพย์ จึงมีประเด็นปัญหาคือ มาตรา 122 ของ พ.ร.บ. ล้มละลาย กำหนดว่าภายใน 3 เดือนนับจากวันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้รู้ว่าประโยชน์ที่ผู้ล้มละลายจะได้รับจากสินทรัพย์หรือสิทธิตามสัญญามีไม่มากนัก เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิจะปฏิเสธสัญญาและยึดสินทรัพย์ที่ให้เช่าซื้อและขายทอดตลาด ซึ่งจะทำให้ผู้เช่าซื้อหยุดการชำระเงินได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ โดยให้มีข้อกำหนดที่รวมถึงทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับลูกหนี้ (underlying asset) ด้วย แต่ไม่ให้กระทบต่อสิทธิของผู้เช่าซื้อที่จะยกข้อต่อสู้กับ originator ตราบใดที่การดำเนินการตามสัญญาเช่าซื้อที่ SPV ทำยังเสมือนเป็นการดำเนินการของ originator เอง

(2) ออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับอำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการปฏิบัติตามมาตรา 122 แห่ง พ.ร.บ.ล้มละลายสำหรับสถานการณ์ข้างต้นนี้

(3) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่ให้เจ้าหนี้ของ originator สามารถเรียกเอา underlying asset ดังกล่าวกลับไป และควรให้มีบุริมสิทธิภายหลังผู้เช่าและ SPV

6. <u>ลูกหนี้ในอนาคต</u>

6.1 <u>สถานการณ์ในประเทศไทย</u>

ปัจจุบันยังไม่สามารถนำลูกหนี้ในอนาคต (future receivable) มาทำ securitization ได้ และยังมิได้กำหนดวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องในสินทรัพย์ประเภทนี้ ทั้งนี้ การโอนดังกล่าวให้เป็นไปตามมาตรา 306 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ปพพ.) อย่างไรก็ดี ปพพ. ปัจจุบันก็ยังมิได้มีบทบัญญัติที่รองรับการโอนสิทธิเรียกร้องในลูกหนี้ในอนาคต

<u>แนวทางแก้ไข</u> ควรแก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับวิธีการโอนสิทธิเรียกร้อง (ไม่ว่าสิทธิเรียกร้องนั้นจะมีอยู่แล้วหรือจะเกิดขึ้นในอนาคตก็ตาม) โดยไม่ต้องคำนึงถึงวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องตาม ปพพ.

6.2 <u>สถานการณ์ในสหรัฐอเมริกา</u>

ในสหรัฐอเมริกาไม่มีกฎหมายพิเศษที่รองรับการทำ securitization ของลูกหนี้ในอนาคต กฎหมายปัจจุบันและศาลล้มละลายจะไม่รู้จักการขายลูกหนี้ที่เกิดขึ้นในอนาคต

6.3 <u>ปัญหาการทำ securitization ลูกหนี้ในอนาคต</u>

ปัญหาการทำ securitization ลูกหนี้ในอนาคตเกิดขึ้นได้ 2 สถานการณ์คือ

6.3.1 ลูกหนี้ที่เกิดขึ้นหมุนเวียนกันอย่างต่อเนื่อง (revolving transaction) เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต ณ จุดขายลูกหนี้จะมีลูกหนี้เกิดขึ้นแล้ว และในแต่ละเดือนที่ SPV เก็บเงินจากลูกหนี้ได้ก็จะซื้อลูกหนี้ใหม่ที่จะเกิดขึ้นต่อไปอีก

6.3.2 originator ขายสิทธิการรับเงินจากลูกหนี้ในอนาคต โดย originator จะได้รับเงินล่วงหน้ามาก่อน

ประเด็นที่ต้องพิจารณาคือ รูปแบบการโอนและผลกระทบเมื่อลูกหนี้ในอนาคตกลายมาเป็นลูกหนี้ที่เกิดขึ้นในภายหลังจากที่ originator ล้มละลาย สำหรับประเทศไทยมาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้ยกเว้นบอกกล่าวการโอน แต่ก็จะทำให้ยังมีความเสี่ยงที่ลูกหนี้จะหักกลบลบหนี้กับ originator จึงควรให้ต้องมีการโอนแยกต่างหากและบอกกล่าวการโอนใหม่เมื่อมีสิทธิเรียกร้องเกิดขึ้นใหม่ นอกจากนี้ ยังมีประเด็นในกรณีที่ originator หยุดการดำเนินการและไม่ทำให้เกิดลูกหนี้ต่อไป ผู้ลงทุนในกรณีนี้จะกลายเป็นเจ้าหนี้ไม่มีประกันสำหรับจำนวนที่ SPV ได้จ่ายเงินซื้อลูกหนี้ล่วงหน้า และดูเหมือนว่ายังไม่มีเหตุผลในเชิงนโยบายที่จะให้ลำดับสิทธิที่ดีกว่าแก่ผู้ลงทุน

ทั้งนี้ ร่างกฎเกณฑ์ที่เสนอแนะให้แก้ไขคือ

(1) การโอนสิทธิเรียกร้องซึ่งไม่มีอยู่ในเวลาโอนต้องมีผลเป็นการโอนสิทธิเรียกร้องที่เกี่ยวข้องเมื่อมันเกิดขึ้นจริง ถ้าสามารถแสดงได้ว่าสิทธิเรียกร้องนั้นตกอยู่ภายใต้ขอบเขตของการโอนที่มีผลสมบูรณ์

(2) ในกรณีที่ผู้โอนกลายเป็นลูกหนี้ภายใต้ พ.ร.บ.ล้มละลาย ให้พิจารณาว่าสิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นหลังจากมีคำสั่งให้ควบคุมทรัพย์สินของลูกหนี้หรือคำสั่งให้เรียกทรัพย์สินของลูกหนี้เข้ามาในกองทรัพย์สินล้มละลาย จะมีผลเป็นการโอนที่สมบูรณ์หรือไม่

ในประเทศหลัก ๆ ที่มีการทำ securitization เช่น สหรัฐอเมริกา การโอนสิทธิเรียกร้องภายหลังการล้มละลายจะไม่มีผลบังคับใช้ ส่วนในอังกฤษจะยังให้มีผลใช้บังคับได้

สำหรับการปฏิบัติในด้านบัญชี การขายลูกหนี้ในอนาคตจะถือเป็นการขายในทางบัญชีได้ก็ต่อเมื่อเกิดลูกหนี้แล้ว อย่างไรก็ดี originator จะมีภาระที่จะต้องจ่ายคืนเงินส่วนเกินที่ได้รับชำระบวกกับดอกเบี้ยต่อไปเรื่อย ๆ จนกว่าจะเกิดเป็นลูกหนี้จริง ดังนั้น การจ่ายเงินล่วงหน้าของ SPV เพื่อซื้อลูกหนี้ในอนาคตจึงถือเป็นการกู้ยืมไม่ใช่การขาย

7. <u>ความเสี่ยงจากการรวมบัญชีเรียกเก็บหนี้เข้าไปในกองทรัพย์สินล้มละลาย</u> (commingling risk)

ในธุรกรรม securitization มักจะเกิด commingling risk ในด้านที่ originator ดำเนินการเป็น servicer และเก็บเงินจากลูกหนี้เข้าไว้ในบัญชีของตน ทั้งนี้ โดยนัยของมาตรา 109 แห่ง พ.ร.บ.ล้มละลายที่แก้ไข ทำให้พิจารณาได้ว่าเงินสดในบัญชีของ servicer ข้างต้นถือเป็นสินทรัพย์ที่ต้องนำเข้ามาอยู่ในกองทรัพย์สินล้มละลายและแจกจ่ายให้เจ้าหนี้

<u>แนวทางแก้ไข</u> พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่ได้มีข้อกำหนดที่ช่วยลดความเสี่ยงนี้ อย่างไรก็ดี ในทางปฏิบัติอาจหลีกเลี่ยงความเสี่ยงนี้ โดย

(1) ให้แยกบัญชีและปรับทิศทางการจ่ายเงินใหม่ กล่าวคือ SPV เปิดบัญชีในชื่อของตนและให้ลูกหนี้ชำระเงินเข้าไว้ในบัญชีดังกล่าว ดังนั้น จึงต้องมีการบอกกล่าวให้ลูกหนี้ทราบถึงการโอนดังกล่าวและเปลี่ยนตัวผู้รับชำระเงิน

(2) ให้โอนสิทธิเรียกร้องในบัญชีธนาคารของ originator ไปยัง SPV อย่างไรก็ดี บัญชีธนาคารเป็นหนี้สินระหว่างธนาคารกับผู้ถือบัญชีซึ่งก็คือ originator ดังนั้น จึงมีปัญหาว่า การโอนสิทธิเรียกร้องในบัญชีธนาคารจะรวมถึงเงินที่ฝากเข้าบัญชีในวันถัดจากวันโอนสิทธิเรียกร้องหรือไม่ ดังนั้น เพื่อหลีกเลี่ยงความไม่แน่นอนต่าง ๆ SPV ควรทำสัญญาโอนสิทธิเรียกร้องเป็นลายลักษณ์อักษรกับ originator และส่งหนังสือแจ้งการโอนสิทธิเรียกร้องไปยังธนาคารที่เกี่ยวข้องเป็นครั้งคราว เช่น รายปักษ์หรือรายเดือน

ในทางปฏิบัติสามารถลด commingling risk ได้ โดยการย้ายเงินออกจากบัญชีของ originator ไปยังบัญชีของ SPV เป็นประจำ และเพิ่มระดับของการทำ credit enhancement

<u>การจัดการ commingling risk ในประเทศอื่น</u>

(1) อังกฤษและฮ่องกง แก้ไข commingling risk โดยวิธีต่อไปนี้

- โอนเงินออกจากบัญชีของ servicer ทุกวัน
- มีบัญชีแยกออกมาต่างหาก
- จัดตั้งกองทรัสต์สำหรับบัญชีที่แยกออกมา

ทั้งนี้ บัญชีที่แยกออกมานี้จะถูกเปิดในชื่อของ originator แต่ผลประโยชน์ของบัญชีดังกล่าวให้ตกเป็นของ SPV และอยู่นอกกองทรัพย์สินล้มละลายของ originator เงินเรียกเก็บจากลูกหนี้จะย้ายออกจากบัญชีธนาคารของ originator เข้าไปในบัญชีของ SPV เป็นประจำ

(2) ฝรั่งเศส แก้ไข commingling risk โดย servicer จะเปิดบัญชีในชื่อของ SPV และดำเนินการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ภายใต้สัญญาการให้บริการเรียกเก็บหนี้ โดย servicer ต้องส่งเงินที่เรียกเก็บได้เข้าบัญชีของ SPV อย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้ เพื่อให้มั่นใจว่า SPV จะมีสิทธิเหนือบัญชีเรียกเก็บหนี้ในกรณีที่ originator ล้มละลาย

(3) อิตาลี ลดความเสี่ยงดังกล่าวโดยใช้บัญชีเรียกเก็บเงินพิเศษ โดย ณ สิ้นวันทำการใด ๆ originator จะโอนยอดคงค้างที่เรียกเก็บได้ไปยังบัญชีแยกต่างหากของ SPV ตามกฎหมายของอิตาลียังไม่สามารถจัดตั้งกองทรัสต์สำหรับบัญชีเรียกเก็บเงินได้

โดยสรุปแล้วในประเทศต่าง ๆ ได้ยอมรับให้ commingling risk เกิดขึ้นได้ในช่วงเวลาสั้น ๆ และต้องให้มีการคำนวณระดับ credit enhancement ด้วย

8. <u>บุริมสิทธิในสินทรัพย์ (preferential right)</u>

ตามมาตรา 21 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ กำหนดให้ผู้ถือหุ้นกู้ของ SPV มีบุริมสิทธิพิเศษในสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนมาเหนือกว่าเจ้าหนี้ของ SPV และในกรณีที่เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ผู้ถือหุ้นกู้เหล่านั้นจะเสมือนเป็นเจ้าหนี้มีประกันของ SPV

แนวทางที่สนับสนุนให้มีการปรับปรุงข้อกำหนดดังกล่าวมีดังนี้

8.1 บุริมสิทธิพิเศษของผู้ถือหุ้นกู้ไม่ได้ให้สิทธิในการเป็นเจ้าของและขายทรัพย์สิน ถ้าเกิดเหตุการณ์ที่ SPV ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ ผู้ถือหุ้นกู้อาจต้องพยายามบังคับขายทรัพย์สินและนำเงินมาชำระหนี้ของตนมาตรา 21 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ จึงควรแก้ไขให้ชัดเจนว่าเมื่อ SPV ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ บุคคลที่มีบุริมสิทธิพิเศษจะมีสิทธิเป็นผู้จดจำนอง จำนำ เช่น อาจขายทรัพย์สินซึ่งอยู่ภายใต้บังคับของบุริมสิทธิดังกล่าวภายหลังจากการแจ้ง SPV ให้ดำเนินการตามภาระผูกพันแล้ว

8.2 ผู้เกี่ยวข้องต่าง ๆ ที่เข้าเป็นเจ้าหนี้จะไม่ได้รับบุริมสิทธิพิเศษ ได้แก่ swap counterparty originator servicer และ liquidity provider เป็นต้น บุคคลเหล่านี้จึงไม่เต็มใจที่จะเข้ามาเกี่ยวข้องในธุรกรรมด้วยหากจะมีบุริมสิทธิต่ำกว่าผู้ถือหุ้นกู้

อย่างไรก็ดี ยังไม่มีเหตุผลทางกฎหมายพื้นฐานที่จะแสดงว่า ทำไมเจ้าหนี้ต่าง ๆ ควรหรือไม่ควรได้สิทธิเช่นเดียวกันหรือต่างกับ SPV แต่เป็นเหตุผลในเชิงพาณิชย์มากกว่าซึ่งเจ้าหนี้ต่าง ๆ ย่อมต้องการมีสิทธิได้รับชำระหนี้ของตนก่อน

9. <u>การจดจำนองที่ดินใหม่</u>

originator และ SPV ไม่ต้องยื่นเอกสารการจดจำนองใหม่ไปยังสำนักงานที่ดินซึ่งที่ดินนั้นตั้งอยู่แต่สามารถยื่นเอกสารต่อสำนักงานกลางของกรมที่ดินได้ อย่างไรก็ดี สำนักงานกลางดังกล่าวจะเก็บค่าธรรมเนียมซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายในการจัดส่งเอกสารไปให้สำนักงานสาขาต่าง ๆ ที่ที่ดินตั้งอยู่ (ค่าจัดส่งไม่เกิน 30 บาทต่อ 10-15 หน้า) ในกรณียังไม่มีความชัดเจนว่า การยกเว้นค่าธรรมเนียมจดจำนองใหม่ตาม พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้ครอบคลุมค่าธรรมเนียมข้างต้นหรือไม่

ที่ผ่านมาการจดจำนองใหม่จะใช้เวลาประมาณ 5-8 วัน จึงจะเสร็จเรียบร้อยและมีผลใช้บังคับ (รวมระยะเวลาส่งเอกสาร) SPV จึงมีความเสี่ยงเกิดขึ้นในช่วงระหว่างที่การจดจำนองใหม่ยังไม่มีผลใช้บังคับ SPV จะไม่สามารถถือสิทธิในฐานะผู้รับจำนองที่จะใช้ยกเป็นข้อต่อสู้กับบุคคลภายนอกได้ ดังนั้น หาก originator ล้มละลายในระหว่างนั้น SPV ก็จะไม่สามารถเป็นผู้ถือสิทธิในทะเบียนจำนองได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) ขอให้กรมที่ดินออกประกาศกำหนดให้วันที่ยื่นเอกสารขอจดจำนองใหม่ต่อสำนักงานกลางของกรมที่ดินเป็นวันที่มีผลใช้บังคับในการเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองที่ดิน หรือ

(2) ให้ SPV ชำระเงินเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองแล้ว แต่จะทำให้ความสมบูรณ์ของการขายลูกหนี้ถูกเลื่อนเวลาออกไป

10. <u>อัตราดอกเบี้ย</u>

มาตรา 18 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้แก้ปัญหาให้ SPV ซึ่งไม่ใช่สถาบันการเงินยังสามารถเรียกเก็บดอกเบี้ยได้เกิน 15% อย่างไรก็ดี ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยตามสัญญาถูกกำหนดเป็นอัตราลอยตัว เช่น MLR และหาก originator ถูกทางการสั่งให้หยุดดำเนินกิจการ SPV ก็จะไม่สามารถใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของ originator สำหรับการคำนวณดอกเบี้ยของลูกหนี้ที่รับโอนได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

ควรแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 18 ว่า ถ้าวิธีการคำนวณดอกเบี้ยลอยตัวนั้นไม่สามารถใช้ปฏิบัติได้ต่อไป ก็อาจให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ หรือผู้แทนผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เป็นผู้เลือกอัตราอื่นที่เหมาะสมแทน

11. <u>การเก็บรักษาเอกสาร</u>

ในกรณีที่มีการเปลี่ยนตัว servicer อาจเนื่องจาก servicer เดิมล้มละลาย servicer ใหม่อาจไม่สามารถจัดการเรียกเก็บหนี้ได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากเอกสารต่าง ๆ เกี่ยวกับสินทรัพย์ยังอยู่กับตัวแทนเก็บรักษาทรัพย์สินของ servicer เดิม หรืออาจอยู่กับเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ทั้งนี้ SPV อาจต้องใช้เวลาระยะหนึ่งในการพิสูจน์ความเป็นเจ้าของ และเรียกเอกสารดังกล่าวกลับคืนมา

ในประเด็นนี้ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจึงมักต้องการให้มีการทำสำเนาข้อมูลเกี่ยวกับกองสินทรัพย์และเก็บไว้ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้โดยสม่ำเสมอ เช่น เดือนละครั้ง ซึ่งจะทำให้มีภาระมากขึ้น

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) ควรให้สัญญาการเรียกเก็บหนี้ระหว่าง servicer และ SPV มีการกำหนดเงื่อนไขดังนี้

- กำหนดให้เอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization จะตกเป็นของ SPV
- ให้ servicer ตกลงที่จะถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ไว้ในฐานะตัวแทนของ SPV และไม่ให้ถือเป็นการโอนเอกสารแต่อย่างใด
- ให้ servicer กระทำการใด ๆ ที่จำเป็นทั้งหมดที่ทำให้เห็นว่า SPV มีสิทธิในเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization

(2) สัญญาควรกำหนดแนวทางดำเนินการในกรณีที่ servicer เดิมถูกปิดกิจการ และแต่งตั้ง servicerใหม่

(3) หน่วยงานทางการควรเข้าใจและให้ความสำคัญ รวมทั้งเร่งรัดกระบวนการคืนเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ให้ SPV ได้อย่างรวดเร็ว

(4) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ดังนี้

- ให้กำหนดให้สิทธิแก่ SPV หรือตัวแทนในการเข้าไปแสดงหลักฐานความเป็นเจ้าของ
- กำหนดโทษต่อบุคคลที่กีดกัน SPV หรือตัวแทนในการเรียกคืนเอกสาร

<u>แนวทางของประเทศอื่น</u> มีแนวทางแก้ไขปัญหาข้างต้นโดยให้ servicing agreement กำหนดรายละเอียด

(1) servicer ตกลงถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization แยกออกจากเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ servicer เป็นผู้รับผลประโยชน์

(2) servicer ตกลงถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ไว้ในกองทรัสต์เพื่อ SPV และจะไม่ถือเป็นการโอนเอกสาร

(3) SPV มีสิทธิขอให้ servicer ส่งเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์มาให้ SPV หรือตัวแทนของ SPV ณ เวลาใดก็ได้

ในกรณีฝรั่งเศสและเบลเยี่ยมจะมีผู้เก็บรักษาทรัพย์สินรับผิดชอบในการจัดเก็บเอกสารต่าง ๆ ตามกฎหมาย แม้ว่าในทางปฏิบัติมักเก็บไว้ที่ originator หากของไทยจะใช้แนวทางนี้ก็อาจใช้กลไกเดียวกับกองทุนรวมซึ่งทำในลักษณะนี้อยู่แล้ว

<u>บทที่ 10</u> ประเด็นด้านกฎหมาย ภาษี บัญชี และการใช้ Trust ในธุรกรรม securitiztion

ก. **<u>ประเด็นด้านกฎหมาย</u>** (โดย Freshfields)

1. <u>การฟื้นฟูลูกหนี้และการแก้ไขปัญหากฎหมาย</u>

การฟื้นฟูลูกหนี้ที่ผิดนัดชำระหนี้เป็นประเด็นสำคัญในการกำหนดขนาดของหลักประกันและผลประโยชน์เชิงเศรษฐศาสตร์ของการทำธุรกรรม กระบวนการทางศาลของประเทศไทยในปัจจุบันยังมีขั้นตอนค่อนข้างช้าและไม่สามารถประเมินได้ว่าลูกหนี้ ซึ่งเจ้าหนี้ได้ทำการช่วยเหลือฟื้นฟูกิจการจะมีมูลค่าเป็นอย่างไร นอกจากนี้ สำหรับประเด็นเกี่ยวกับลูกหนี้เงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยก็ยังไม่สามารถประเมินว่าการบังคับใช้ของกฎหมายบังคับหลักประกันใหม่จะมีผลกระทบมากน้อยเพียงใด

2. <u>การขายขาด</u> (true sale)

การขายขาดหรือ true sale จะมีการใช้แตกต่างกันไปตามแต่ละสถานการณ์ ดังนี้

- ในด้านกฎหมายล้มละลายจะถือเป็น true sale ถ้าสินทรัพย์ที่ขายไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของ originator ไม่ว่าจะโดยการถือเป็นสินทรัพย์ของ originator หรือถูกเรียกคืนกลับไปเมื่อ originator ล้มละลาย
- ในด้านบัญชีจะมีผลกระทบให้ตัดสินทรัพย์ออกจากงบดุลของ originator ทำให้ไม่ต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ดังกล่าว

ทั้งนี้ การปฏิบัติในทางบัญชีและในทางกฎหมายจะมีความแตกต่างกัน โดยในทางบัญชีหากไม่ใช่ true sale ต้องบันทึกสินทรัพย์ที่โอนไปให้ยังคงอยู่ในงบดุลของ originator เพื่อแสดงภาพที่แท้จริงของสินทรัพย์และหนี้สินของ originator การไม่ใช่ true sale ทางบัญชีก็ไม่ได้หมายความว่าสินทรัพย์นั้นจะไม่ใช่ true sale ในทางกฎหมายด้วย

2.1 <u>true sale ในประเทศไทย</u>

ภายใต้กฎหมายปัจจุบันมีกฎเกณฑ์หลายเรื่องที่ต้องพิจารณาดังนี้

2.1.1 การฉ้อฉลในการโอน (มาตรา 113 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย มาตรา 114 และมาตรา 90/40 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่)

(1) มาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้กำหนดว่าถ้า SPV ได้รับโอนสินทรัพย์จากผู้ขายมาอย่างแท้จริงโดยเป็นไปตามเงื่อนไขต่อไปนี้ก็จะไม่ให้นำมาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย พ.ศ. 2483 มาใช้บังคับ (มาตรา 114 กำหนดให้ศาลมีอำนาจสั่งเพิกถอนการโอนในระหว่าง 3 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้นได้ เว้นแต่เป็นการโอนโดยสุจริตและมีค่าตอบแทน)

(ก) มีการชำระราคาตามราคาตลาดที่เป็นธรรม

(ข) SPV เป็นผู้รับความเสี่ยงและผลตอบแทนในสินทรัพย์ที่รับโอน และ

(ค) SPV สามารถถือสิทธิในผลประโยชน์ที่มีของสินทรัพย์ที่รับโอนได้

ทั้งนี้ มีข้อสังเกตจาก (ก) ว่า ไม่มีประโยชน์ที่จะพิสูจน์ราคาตลาดที่ยุติธรรม เนื่องจากยากกว่าการพิสูจน์ตามมาตรา 114 ที่เพียงกำหนดว่า เป็นการโอนโดยสุจริตแบบมีค่าตอบแทน สำหรับ (2) และ (3) เป็นข้อกำหนดที่อิงไปในทางบัญชี ซึ่งยังไม่มีความแน่นอนในการตีความทางศาลอยู่

(2) มาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่ กำหนดให้ถ้านิติกรรมที่ขอเพิกถอนการฉ้อฉลเกิดขึ้นภายใน 1 ปีก่อนมีการขอให้ล้มละลายและภายหลังนั้น หรือเป็นการทำให้โดยเสน่หาหรือเป็นการที่กิจการได้รับค่าตอบแทนน้อยเกินสมควร ให้ถือว่าเป็นการกระทำที่กิจการและผู้ที่ได้รับประโยชน์นั้นรู้อยู่แล้วว่าทำให้เจ้าหนี้ของกิจการเสียเปรียบ ข้อกำหนดดังกล่าวคล้ายคลึงกับข้อกำหนดในมาตรา 90/40

ทั้งนี้ มีประเด็นพิจารณาดังนี้

- สมมติว่าธุรกรรม securitization มีการโอนสินทรัพย์เป็นไปตามราคาตลาดจึงไม่ควรมีข้อโต้แย้งว่าเป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้เสียหาย แต่หากไม่ใช่การโอนในราคาตลาด ก็ยังไม่มีความชัดเจนว่าจะมีการเรียกคืนสินทรัพย์กลับไปเมื่อ originator ล้มละลายหรือไม่
- ยากที่จะพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์นั้นเป็นการทำให้เจ้าหนี้เสียหายหรือไม่ เนื่องจากการโอนสินทรัพย์ของ originator อาจมีผลทำให้เจ้าหนี้ของ originator เสียหายได้ถ้า originator ล้มละลายในเวลาหลังจากโอนสินทรัพย์ไม่นานนัก โดย originator จะมีเงินสดที่จะจ่ายให้เจ้าหนี้ได้น้อยกว่ากรณีที่ไม่มีการโอนสินทรัพย์
- ตามมาตรา 237 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายปัจจุบันกำหนดว่าถ้า ณ เวลาที่เกิดรายการโอนสินทรัพย์ กิจการผู้โอนนั้นได้ล้มละลายและรายการโอนนั้นไม่ได้เป็นสิ่งที่ทำให้กิจการนั้นล้มละลาย ก็จะไม่ถือว่าทำให้เจ้าหนี้เสียหาย
- มีประเด็นว่า SPV ควรได้รับความคุ้มครองจากการล้มละลายของ originator หรือไม่ เนื่องจาก SPV ไม่มีเงินสดเพียงพอในการฟ้องร้องเรียกสินทรัพย์คืนกลับมา

(3) ข้อสังเกตจากกฎหมายทั้ง 2 ฉบับ

จากมาตรา 114 และมาตรา 90/40 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่ซึ่งมีข้อกำหนดที่แตกต่างจากข้อกำหนดของมาตรา 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายเดิมก่อนการแก้ไขทำให้ข้อกำหนดตามมาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ อาจจะไม่มีผลคุ้มครอง SPV จากการได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของ originator ได้ และโดยที่มาตรา 20 จะต้องมีการพิสูจน์ว่า เป็นการโอนในราคาตลาดที่ยุติธรรม และต้องมีการพิสูจน์ในทางบัญชี จึงมีข้อแนะนำว่า หากจะให้กระบวนการ securitization มีความน่าสนใจก็ควรให้มีการแก้ไขมาตรา 20 ในเรื่องต่อไปนี้

- กำหนดวิธีการโดยสรุปที่จะมั่นใจได้ว่า originator จะไม่ล้มละลายอันมีผลมาจากการโอนสินทรัพย์ออกไป ตัวอย่างเช่น อาจดูจากงบการเงินฉบับตรวจสอบในงวดล่าสุด
- ให้มีกฎเกณฑ์การกำหนดราคาตลาดสำหรับการขายแบบ true sale โดยต้องพิจารณาผลประโยชน์ทั้งหมดของ originator และกลุ่มของ originator ในธุรกรรมการโอนนั้น
- ขยายขอบเขตของมาตรา 20 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้ครอบคลุมถึงมาตรา 90/40 และ 114 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลายที่แก้ไขใหม่

ทั้งนี้ โดยต้องมีข้อกำหนดเพิ่มเติมให้ผู้บริหารของ originator ต้องกระทำการใด ๆ ที่เกี่ยวกับธุรกรรม securitization ให้เป็นไปในทางสุจริตเพื่อประโยชน์ของ originator

2.1.2 บุริมสิทธิในสินทรัพย์ (มาตรา 115 และมาตรา 90/41 แห่ง พ.ร.บ. ล้มละลาย)

ยกเว้นในกรณีผิดปกติ อาจเป็นการยากที่จะพิจารณาว่ากฎเกณฑ์ในเรื่องบุริมสิทธิจะใช้ในธุรกรรม securitization ได้อย่างไร เนื่องจาก SPV ไม่ใช่เจ้าหนี้ของ originator ทั้งก่อนหรือหลังการทำธุรกรรมดังกล่าว

2.2 <u>การเปรียบเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา</u>

2.2.1 การตีความว่าเป็นการขาย (true sale) หรือการกู้ยืมแบบมีประกัน (secured loan)

ศาลของสหรัฐอเมริกาจะพิจารณาว่าเป็น true sale หรือไม่ โดยดูจากปัจจัยเหล่านี้

(1) เงื่อนไขการให้สิทธิไล่เบี้ย

ตามกฎของ Uniform Commercial Code (UCC) ระบุว่า การโอนสิทธิในการชำระค่าสินค้าหรือบริการ (account) และหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษรเกี่ยวกับข้อผูกพันทางการเงินและผลประโยชน์ในหลักประกันหรือการเช่าซื้อสินค้า (chattel paper) อาจถือเป็นการขายได้แม้ว่าจะมีการให้สิทธิไล่เบี้ยกับผู้โอนก็ตาม อย่างไรก็ตาม ศาลบางแห่งจะตีความว่าเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน เนื่องจากผู้โอนยังต้องรับความเสี่ยงอยู่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเป็นการให้สิทธิไล่เบี้ยไปยังผู้โอนได้ทั้งจำนวน ศาลจะถือว่าเป็นการให้กู้แก่ผู้โอน โดยการที่ผู้โอนจ่ายเงินหรือค้ำประกันให้แก่ผู้รับโอนในอัตราคงที่หรือลอยตัวจะเป็นหลักฐานของการกู้ยืม

(2) ผู้โอนไม่สามารถเรียกสินทรัพย์คืนได้

(3) การจัดการกับสินทรัพย์ทางการเงินที่โอนไป

โดยปกติจะมีปัจจัย 4 ประการที่ทำให้พิจารณาว่าเป็นการขาย ได้แก่ การบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ เอกสารหลักฐานความเป็นเจ้าของ การเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์ และความเป็นเจ้าของเงินที่เรียกเก็บได้ ทั้งนี้ ศาลได้กำหนดระดับความสำคัญของปัจจัยเหล่านี้ในการพิจารณาว่าเป็นการขายหรือกู้ ซึ่งต้องใช้หลายปัจจัยประกอบกันในการพิจารณา ศาลอาจพิจารณาว่าเป็นการขายได้ทั้ง ๆ ที่ไม่มีการบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ และผู้โอนยังเป็นผู้ให้บริการเรียกเก็บหนี้

(4) การบอกกล่าวบุคคลภายนอก

(5) เกณฑ์การปฏิบัติในทางภาษีและบัญชีซึ่งจะมีความอิสระต่อกัน แต่หากกรณีการตีความในทางภาษีและบัญชีเป็นไปในทางเดียวกัน จะช่วยให้ศาลพิจารณาได้ง่ายขึ้น

(6) เงื่อนไขของสัญญา เช่น การระบุว่าเป็นการซื้อขายอาจมีอิทธิพลต่อการตัดสินของศาลได้

(7) ความสัมพันธ์ของธุรกรรมการกู้ยืม ในบางกรณีการโอนสินทรัพย์ถูกตีความเป็นการกู้หากการโอนนั้นยังคงเกี่ยวข้องกับการกู้ยืม แทนที่จะเป็นการโอนแบบอิสระจากกัน ในบางครั้งอาจพิจารณาว่า การที่ผู้โอนเรียกเก็บเงินจากสินทรัพย์แทนผู้รับโอนจะถือเป็นการจ่ายคืนเงินกู้ให้แก่ผู้รับโอนได้

2.2.2 <u>ประเด็นเกี่ยวกับการล้มละลายในสหรัฐอเมริกา</u>

ถ้าผู้โอนสินทรัพย์กลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย bankruptcy trustee อาจพยายามเรียกร้องสินทรัพย์ที่โอนไปกลับมาโดยมีหลักการต่อไปนี้

(1) หากสินทรัพย์ที่โอนติดภาระผูกพัน จะถือเป็นการโอนไม่สมบูรณ์

(2) การเพิกถอนการโอนโดยใช้หลักของการให้ผลประโยชน์ที่ดีกว่าแก่ผู้รับโอน (preference) ภายใต้มาตรา 547 แห่งกฎหมายล้มละลายที่กำหนดให้ bankruptcy trustee สามารถขอยกเลิกการโอนได้ โดยมีองค์ประกอบ 7 ประการในการพิสูจน์ ได้แก่ มีการโอน มีผลประโยชน์ในทรัพย์สินของผู้ล้มละลาย เป็นการโอนเพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ เป็นการโอนเพื่อบัญชีหนี้สินที่มีอยู่ก่อนการโอนนั้น เป็นการโอนในขณะที่ผู้โอนกำลังล้มละลาย เป็นการโอนที่ทำให้เจ้าหนี้ได้รับประโยชน์มากกว่าที่สมควรได้รับหากไม่มีการโอนเกิดขึ้นและสินทรัพย์ที่โอนได้ถูกชำระบัญชีไปภายใต้ chapter 7 ของกฎหมายล้มละลายแล้ว เป็นการโอนที่ทำขึ้นระหว่างช่วงเวลาที่ให้สิทธิประโยชน์แก่ผู้รับโอนดีกว่าเจ้าหนี้ของผู้โอน

ทั้งนี้ ศาลจะมีภาระในการพิสูจน์แต่ละองค์ประกอบ หากไม่สามารถพิสูจน์ได้ ผู้คัดค้านการโอนก็สามารถเรียกคืนสินทรัพย์กลับมาได้

ในกรณีที่ธุรกรรมถูกถือเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน bankruptcy trustee ของผู้โอนจะพยายามเรียกสินทรัพย์ที่โอนกลับมาเช่นเดียวกับที่เป็นการโอนที่ให้ประโยชน์แก่ผู้รับโอน ทั้งนี้ ถ้า SPV ไม่ใช่เจ้าหนี้ของ originator ก่อนการทำธุรกรรม securitization SPV ก็ไม่สามารถได้รับประโยชน์ที่ดีกว่าเจ้าหนี้อื่น

2.2.3 <u>การเพิกถอนการโอนเนื่องจากเป็นการฉ้อฉล</u>

ภายใต้ข้อกำหนดของมาตรา 548 ของกฎหมายล้มละลายหรือภายใต้ State Fraud and Transfer Laws หากมีการฉ้อฉลในการโอนสินทรัพย์ออกไปภายใน 1 ปีก่อนการล้มละลาย เช่น โอนไปในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ยุติธรรมโดยไม่มีเหตุอันสมควร และลูกหนี้อยู่ในภาวะใกล้ล้มละลาย ศาลก็จะเพิกถอนการโอนได้

2.2.4 <u>สินทรัพย์ทางการเงินที่เกิดจาก Executary Contract</u>

มาตรา 356 ของกฎหมายล้มละลายอนุญาตให้ bankruptcy trustee สามารถปฏิเสธหรือไม่ยอมรับการโอนสัญญาที่ยังมีผลใช้บังคับ หรือลูกหนี้เช่าซื้อที่ยังไม่ครบกำหนดสัญญา และเรียกคืนเข้ามาในกองทรัพย์สินล้มละลายได้

2.2.5 <u>bankruptcy remote ของผู้โอน</u>

ศาลล้มละลายมีอำนาจตามกฎหมายล้มละลายที่จะรวมสินทรัพย์และหนี้สินของ SPV กับบริษัทแม่ (หลักการ substantive consolidation) ดังนั้น จึงเกิดแนวความคิดในการจัดโครงสร้างเป็นแบบ two-tiered structure โดยทำให้ SPV มีคุณสมบัติบางประการ เช่น เป็นบริษัทที่มีสถานะทางกฎหมายแยกออกจากบริษัทแม่ซึ่งเปิดเผยไว้ต่อบุคคลที่ 3 SPV ควรมีทุนเพียงพอในการดำเนินธุรกิจ และมีข้อจำกัดการลงทุน การก่อหนี้ การทำธุรกิจ และความเป็นเจ้าของ

2.2.6 <u>ข้อแตกต่างระหว่างกฎหมายล้มละลายของไทยและสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับการตีความการขายและการกู้ยืม</u>

(1) ในสหรัฐอเมริกามีหลักการ reorganisation ตาม Chapter 11 ของกฎหมายล้มละลายที่กำหนดว่า แม้การโอนที่มีความหมายเป็นการขาย แต่ศาลยังอาจตีความเป็นกู้ยืมได้ถ้าสินทรัพย์นั้นยังอยู่ที่ผู้โอน แม้ว่าผู้รับโอนจะได้รับประโยชน์ในลักษณะหลักประกันในสินทรัพย์นั้นก็ตาม สำหรับประเทศไทยยังมิได้ใช้หลักการดังกล่าว เพียงแต่จะพิจารณาว่าผู้โอนมีความตั้งใจที่จะโอนอย่างสุจริตแท้จริงหรือไม่

(2) กฎเกณฑ์เกี่ยวกับบุริมสิทธิ์ในสินทรัพย์ในสหรัฐอเมริกามีความชัดเจนกว่าในไทย อย่างไรก็ดี โดยทั่วไปประเด็นเรื่องบุริมสิทธิดังกล่าวไม่ควรเกี่ยวข้องกับธุรกรรม securitization

(3) กฎหมายไทยยังขาดความชัดเจนเกี่ยวกับการกำหนดว่ารายการใดเป็นการโอนในลักษณะฉ้อฉล แม้ว่าผลสรุปอาจคล้ายกับของสหรัฐเมริกา

(4) ในประเทศไทยยังไม่มีการใช้หลักการนำสินทรัพย์ของนิติบุคคลที่แยกต่างหากจากกันมารวมกันไว้ในกองทรัพย์สินล้มละลาย

3. <u>การโอนสินทรัพย์ไปยัง SPV</u>

3.1 <u>การโอนสินทรัพย์ในไทย</u>

ภายใต้ พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่บังคับให้ต้องมีการบอกกล่าวการโอนไปยังลูกหนี้ ซึ่งอาจจะมีประเด็นปัญหาในกรณีที่ลูกหนี้เงินกู้ของ originator เป็นเจ้าหนี้เงินฝากใน originator ด้วย หากไม่มีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้แล้ว ลูกหนี้อาจหักกลบลบหนี้ระหว่างเงินฝากและเงินกู้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

- ในกรณีนี้อาจจำเป็นต้องบอกกล่าวการโอนและได้รับความยินยอมจากลูกหนี้เป็นหนังสือ ตั้งแต่ ณ จุดโอนลูกหนี้เพื่อเลี่ยงการหักกลบหนี้ข้างต้น แต่แนวทางนี้อาจยากในการปฏิบัติหากมีลูกหนี้จำนวนมาก

- ในทางปฏิบัติสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือมักจะยอมรับว่า ความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ดังกล่าวอาจหลีกเลี่ยงไม่ได้ จึงต้องให้มีการบอกกล่าวลูกหนี้เพื่อลดความเสี่ยงและควรเพิ่มระดับการทำ credit enhancement ด้วย

3.2 <u>การเปรียบเทียบการโอนทรัพย์สินส่วนบุคคลในสหรัฐอเมริกาและประเทศไทย</u>

ในสหรัฐอเมริกา โดยทั่วไปทรัพย์สินส่วนบุคคลถูกขายไปภายใต้สัญญาระหว่างผู้ขายและผู้ซื้อ ซึ่งตาม Article 9 ของ Uniform Commercial Code (UCC) กำหนดว่า การขายสิทธิการชำระค่าสินค้าหรือบริการ (account) หรือหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษรเกี่ยวกับข้อผูกพันทางการเงินและผลประโยชน์ในหลักประกันหรือการเช่าซื้อสินค้า (chattel paper) จะถือว่ามีผลสมบูรณ์เมื่อผู้โอนได้เปิดเผยข้อมูลทางการเงินภายใต้ UCC แล้ว หรือแสดงความเป็นเจ้าของใน chattel paper นั้น ทั้งนี้โดยทั่วไปไม่จำเป็นต้องมีการบอกกล่าวการโอนทรัพย์สินส่วนบุคคลต่อลูกหนี้

ในกรณีลูกหนี้เช่าซื้อรถยนต์ถูกพิจารณาเป็น chattel paper ภายใต้ UCC เนื่องจากการเช่าซื้อรถยนต์ได้รวมผลประโยชน์ในหลักประกันในรถยนต์ที่ถือเป็นการค้ำประกันลูกหนี้ การขายลูกหนี้เช่าซื้อเกิดขึ้นโดยการทำสัญญาระหว่างเจ้าของลูกหนี้และผู้รับโอน และทั้งโดยการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินหรือโดยการโอนความเป็นเจ้าของใน chattel paper เพื่อให้ผลประโยชน์ของผู้รับโอนมีความสมบูรณ์ อย่างไรก็ดี ผู้รับโอนลูกหนี้เช่าซื้อยังมีความเสี่ยงมากถ้าลูกหนี้ดังกล่าวยืนยันว่าตนเองมีสัญญากับผู้ขายก็อาจจะมีความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ของลูกหนี้กับผู้โอนเดิม จึงต้องมีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้เพื่อลดความเสี่ยง

<u>จุดอ่อนและจุดแข็งในการนำกฎเกณฑ์ของสหรัฐอเมริกามาใช้กับไทย</u>

- ข้อดีของกฎหมายสหรัฐอเมริกาที่เหนือกว่าของไทย คือ ในสหรัฐอเมริกาการบอกกล่าวการโอนไม่ใช่ข้อกำหนดที่ทำให้การโอนมีผลบังคับใช้ ไทยต้องมีการออก พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มายกเว้นการบอกกล่าวการโอนเพื่อให้การโอนมีผลสมบูรณ์

- ข้อที่เหมือนกันระหว่างสหรัฐอเมริกากับไทยคือ การมีความเสี่ยงจากการหักกลบลบหนี้ของลูกหนี้หากมิได้บอกกล่าวการโอนให้ลูกหนี้ทราบ
- ข้อที่ต่างกันระหว่างสหรัฐอเมริกากับไทย คือ ในกรณีการโอนรถยนต์ในไทยมีข้อกำหนดให้ต้องจดทะเบียนการโอนภายใน 15 วันนับแต่วันโอน

4. <u>การเปลี่ยนตัวแทนเรียกเก็บหนี้</u> (servicer)

มาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ กำหนดว่า ถ้า originator มิใช่ servicer จะต้องมีการบอกกล่าวการโอนลูกหนี้ทันที มิฉะนั้นแล้ว การโอนสิทธิเรียกร้องนั้นจะไม่สามารถใช้เป็นข้อต่อสู้กับบุคคลภายนอกได้ (รวมถึงเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในคดีล้มละลายของ originator) พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มิได้กำหนดถึงระยะเวลาในการบอกกล่าวการเปลี่ยนตัว servicer ต่อลูกหนี้ ดังนั้น ถ้า originator ล้มละลายระหว่างช่วงเวลาที่จัดส่งหนังสือบอกกล่าวการเปลี่ยนตัว servicer ไปยังลูกหนี้ ก็อาจมีความเสี่ยงที่ทำให้การโอนไม่สมบูรณ์ และไม่สามารถยกเป็นข้อต่อสู้กับเจ้าหนี้ของ originator ในกรณีที่ originator ล้มละลายได้

<u>แนวทางแก้ไข</u> แก้ไขโดยให้ originator แจ้งให้ลูกหนี้ทราบตั้งแต่วันแรกของการโอนเลย ดังนั้น มาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ที่ยกเว้นการบอกกล่าวการโอนต่อลูกหนี้ จึงไม่มีประโยชน์แต่อย่างใด

5. <u>การโอนสินทรัพย์อื่นนอกเหนือจากลูกหนี้</u>

พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ มิได้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการโอนสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ลูกหนี้ เช่น พวก underlying asset ประเภทรถยนต์ อาคาร และอสังหาริมทรัพย์ จึงมีประเด็นปัญหาคือ มาตรา 122 ของ พ.ร.บ. ล้มละลาย กำหนดว่าภายใน 3 เดือนนับจากวันที่เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้รู้ว่าประโยชน์ที่ผู้ล้มละลายจะได้รับจากสินทรัพย์หรือสิทธิตามสัญญามีไม่มากนัก เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีสิทธิจะปฏิเสธสัญญาและยึดสินทรัพย์ที่ให้เช่าซื้อและขายทอดตลาด ซึ่งจะทำให้ผู้เช่าซื้อหยุดการชำระเงินได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ โดยให้มีข้อกำหนดที่รวมถึงทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องกับลูกหนี้ (underlying asset) ด้วย แต่ไม่ให้กระทบต่อสิทธิของผู้เช่าซื้อที่จะยกข้อต่อสู้กับ originator ตราบใดที่การดำเนินการตามสัญญาเช่าซื้อที่ SPV ทำยังเสมือนเป็นการดำเนินการของ originator เอง

(2) ออกกฎเกณฑ์เกี่ยวกับอำนาจของเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ในการปฏิบัติตามมาตรา 122 แห่ง พ.ร.บ.ล้มละลายสำหรับสถานการณ์ข้างต้นนี้

(3) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่ให้เจ้าหนี้ของ originator สามารถเรียกเอา underlying asset ดังกล่าวกลับไป และควรให้มีบุริมสิทธิภายหลังผู้เช่าและ SPV

6. <u>ลูกหนี้ในอนาคต</u>

6.1 <u>สถานการณ์ในประเทศไทย</u>

ปัจจุบันยังไม่สามารถนำลูกหนี้ในอนาคต (future receivable) มาทำ securitization ได้ และยังมิได้กำหนดวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องในสินทรัพย์ประเภทนี้ ทั้งนี้ การโอนดังกล่าวให้เป็นไปตามมาตรา 306 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ (ปพพ.) อย่างไรก็ดี ปพพ. ปัจจุบันก็ยังมิได้มีบทบัญญัติที่รองรับการโอนสิทธิเรียกร้องในลูกหนี้ในอนาคต

<u>แนวทางแก้ไข</u> ควรแก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ให้มีข้อกำหนดเกี่ยวกับวิธีการโอนสิทธิเรียกร้อง (ไม่ว่าสิทธิเรียกร้องนั้นจะมีอยู่แล้วหรือจะเกิดขึ้นในอนาคตก็ตาม) โดยไม่ต้องคำนึงถึงวิธีการโอนสิทธิเรียกร้องตาม ปพพ.

6.2 <u>สถานการณ์ในสหรัฐอเมริกา</u>

ในสหรัฐอเมริกาไม่มีกฎหมายพิเศษที่รองรับการทำ securitization ของลูกหนี้ในอนาคต กฎหมายปัจจุบันและศาลล้มละลายจะไม่รู้จักการขายลูกหนี้ที่เกิดขึ้นในอนาคต

6.3 <u>ปัญหาการทำ securitization ลูกหนี้ในอนาคต</u>

ปัญหาการทำ securitization ลูกหนี้ในอนาคตเกิดขึ้นได้ 2 สถานการณ์คือ

6.3.1 ลูกหนี้ที่เกิดขึ้นหมุนเวียนกันอย่างต่อเนื่อง (revolving transaction) เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิต ณ จุดขายลูกหนี้จะมีลูกหนี้เกิดขึ้นแล้ว และในแต่ละเดือนที่ SPV เก็บเงินจากลูกหนี้ได้ก็จะซื้อลูกหนี้ใหม่ที่จะเกิดขึ้นต่อไปอีก

6.3.2 originator ขายสิทธิการรับเงินจากลูกหนี้ในอนาคต โดย originator จะได้รับเงินล่วงหน้ามาก่อน

ประเด็นที่ต้องพิจารณาคือ รูปแบบการโอนและผลกระทบเมื่อลูกหนี้ในอนาคตกลายมาเป็นลูกหนี้ที่เกิดขึ้นในภายหลังจากที่ originator ล้มละลาย สำหรับประเทศไทยมาตรา 15 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้ยกเว้นบอกกล่าวการโอน แต่ก็จะทำให้ยังมีความเสี่ยงที่ลูกหนี้จะหักกลบลบหนี้กับ originator จึงควรให้ต้องมีการโอนแยกต่างหากและบอกกล่าวการโอนใหม่เมื่อมีสิทธิเรียกร้องเกิดขึ้นใหม่ นอกจากนี้ ยังมีประเด็นในกรณีที่ originator หยุดการดำเนินการและไม่ทำให้เกิดลูกหนี้ต่อไป ผู้ลงทุนในกรณีนี้จะกลายเป็นเจ้าหนี้ไม่มีประกันสำหรับจำนวนที่ SPV ได้จ่ายเงินซื้อลูกหนี้ล่วงหน้า และดูเหมือนว่ายังไม่มีเหตุผลในเชิงนโยบายที่จะให้ลำดับสิทธิที่ดีกว่าแก่ผู้ลงทุน

ทั้งนี้ ร่างกฎเกณฑ์ที่เสนอแนะให้แก้ไขคือ

(1) การโอนสิทธิเรียกร้องซึ่งไม่มีอยู่ในเวลาโอนต้องมีผลเป็นการโอนสิทธิเรียกร้องที่เกี่ยวข้องเมื่อมันเกิดขึ้นจริง ถ้าสามารถแสดงได้ว่าสิทธิเรียกร้องนั้นตกอยู่ภายใต้ขอบเขตของการโอนที่มีผลสมบูรณ์

(2) ในกรณีที่ผู้โอนกลายเป็นลูกหนี้ภายใต้ พ.ร.บ.ล้มละลาย ให้พิจารณาว่าสิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นหลังจากมีคำสั่งให้ควบคุมทรัพย์สินของลูกหนี้หรือคำสั่งให้เรียกทรัพย์สินของลูกหนี้เข้ามาในกองทรัพย์สินล้มละลาย จะมีผลเป็นการโอนที่สมบูรณ์หรือไม่

ในประเทศหลัก ๆ ที่มีการทำ securitization เช่น สหรัฐอเมริกา การโอนสิทธิเรียกร้องภายหลังการล้มละลายจะไม่มีผลบังคับใช้ ส่วนในอังกฤษจะยังให้มีผลใช้บังคับได้

สำหรับการปฏิบัติในด้านบัญชี การขายลูกหนี้ในอนาคตจะถือเป็นการขายในทางบัญชีได้ก็ต่อเมื่อเกิดลูกหนี้แล้ว อย่างไรก็ดี originator จะมีภาระที่จะต้องจ่ายคืนเงินส่วนเกินที่ได้รับชำระบวกกับดอกเบี้ยต่อไปเรื่อย ๆ จนกว่าจะเกิดเป็นลูกหนี้จริง ดังนั้น การจ่ายเงินล่วงหน้าของ SPV เพื่อซื้อลูกหนี้ในอนาคตจึงถือเป็นการกู้ยืมไม่ใช่การขาย

7. <u>ความเสี่ยงจากการรวมบัญชีเรียกเก็บหนี้เข้าไปในกองทรัพย์สินล้มละลาย</u> (commingling risk)

ในธุรกรรม securitization มักจะเกิด commingling risk ในด้านที่ originator ดำเนินการเป็น servicer และเก็บเงินจากลูกหนี้เข้าไว้ในบัญชีของตน ทั้งนี้ โดยนัยของมาตรา 109 แห่ง พ.ร.บ.ล้มละลายที่แก้ไข ทำให้พิจารณาได้ว่าเงินสดในบัญชีของ servicer ข้างต้นถือเป็นสินทรัพย์ที่ต้องนำเข้ามาอยู่ในกองทรัพย์สินล้มละลายและแจกจ่ายให้เจ้าหนี้

<u>แนวทางแก้ไข</u> พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ไม่ได้มีข้อกำหนดที่ช่วยลดความเสี่ยงนี้ อย่างไรก็ดี ในทางปฏิบัติอาจหลีกเลี่ยงความเสี่ยงนี้ โดย

(1) ให้แยกบัญชีและปรับทิศทางการจ่ายเงินใหม่ กล่าวคือ SPV เปิดบัญชีในชื่อของตนและให้ลูกหนี้ชำระเงินเข้าไว้ในบัญชีดังกล่าว ดังนั้น จึงต้องมีการบอกกล่าวให้ลูกหนี้ทราบถึงการโอนดังกล่าวและเปลี่ยนตัวผู้รับชำระเงิน

(2) ให้โอนสิทธิเรียกร้องในบัญชีธนาคารของ originator ไปยัง SPV อย่างไรก็ดี บัญชีธนาคารเป็นหนี้สินระหว่างธนาคารกับผู้ถือบัญชีซึ่งก็คือ originator ดังนั้น จึงมีปัญหาว่า การโอนสิทธิเรียกร้องในบัญชีธนาคารจะรวมถึงเงินที่ฝากเข้าบัญชีในวันถัดจากวันโอนสิทธิเรียกร้องหรือไม่ ดังนั้น เพื่อหลีกเลี่ยงความไม่แน่นอนต่าง ๆ SPV ควรทำสัญญาโอนสิทธิเรียกร้องเป็นลายลักษณ์อักษรกับ originator และส่งหนังสือแจ้งการโอนสิทธิเรียกร้องไปยังธนาคารที่เกี่ยวข้องเป็นครั้งคราว เช่น รายปักษ์หรือรายเดือน

ในทางปฏิบัติสามารถลด commingling risk ได้ โดยการย้ายเงินออกจากบัญชีของ originator ไปยังบัญชีของ SPV เป็นประจำ และเพิ่มระดับของการทำ credit enhancement

<u>การจัดการ commingling risk ในประเทศอื่น</u>

(1) อังกฤษและฮ่องกง แก้ไข commingling risk โดยวิธีต่อไปนี้

- โอนเงินออกจากบัญชีของ servicer ทุกวัน
- มีบัญชีแยกออกมาต่างหาก
- จัดตั้งกองทรัสต์สำหรับบัญชีที่แยกออกมา

ทั้งนี้ บัญชีที่แยกออกมานี้จะถูกเปิดในชื่อของ originator แต่ผลประโยชน์ของบัญชีดังกล่าวให้ตกเป็นของ SPV และอยู่นอกกองทรัพย์สินล้มละลายของ originator เงินเรียกเก็บจากลูกหนี้จะย้ายออกจากบัญชีธนาคารของ originator เข้าไปในบัญชีของ SPV เป็นประจำ

(2) ฝรั่งเศส แก้ไข commingling risk โดย servicer จะเปิดบัญชีในชื่อของ SPV และดำเนินการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ภายใต้สัญญาการให้บริการเรียกเก็บหนี้ โดย servicer ต้องส่งเงินที่เรียกเก็บได้เข้าบัญชีของ SPV อย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้ เพื่อให้มั่นใจว่า SPV จะมีสิทธิเหนือบัญชีเรียกเก็บหนี้ในกรณีที่ originator ล้มละลาย

(3) อิตาลี ลดความเสี่ยงดังกล่าวโดยใช้บัญชีเรียกเก็บเงินพิเศษ โดย ณ สิ้นวันทำการใด ๆ originator จะโอนยอดคงค้างที่เรียกเก็บได้ไปยังบัญชีแยกต่างหากของ SPV ตามกฎหมายของอิตาลียังไม่สามารถจัดตั้งกองทรัสต์สำหรับบัญชีเรียกเก็บเงินได้

โดยสรุปแล้วในประเทศต่าง ๆ ได้ยอมรับให้ commingling risk เกิดขึ้นได้ในช่วงเวลาสั้น ๆ และต้องให้มีการคำนวณระดับ credit enhancement ด้วย

8. <u>บุริมสิทธิในสินทรัพย์ (preferential right)</u>

ตามมาตรา 21 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ กำหนดให้ผู้ถือหุ้นกู้ของ SPV มีบุริมสิทธิพิเศษในสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนมาเหนือกว่าเจ้าหนี้ของ SPV และในกรณีที่เข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ผู้ถือหุ้นกู้เหล่านั้นจะเสมือนเป็นเจ้าหนี้มีประกันของ SPV

แนวทางที่สนับสนุนให้มีการปรับปรุงข้อกำหนดดังกล่าวมีดังนี้

8.1 บุริมสิทธิพิเศษของผู้ถือหุ้นกู้ไม่ได้ให้สิทธิในการเป็นเจ้าของและขายทรัพย์สิน ถ้าเกิดเหตุการณ์ที่ SPV ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ ผู้ถือหุ้นกู้อาจต้องพยายามบังคับขายทรัพย์สินและนำเงินมาชำระหนี้ของตนมาตรา 21 แห่ง พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ จึงควรแก้ไขให้ชัดเจนว่าเมื่อ SPV ผิดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ บุคคลที่มีบุริมสิทธิพิเศษจะมีสิทธิเป็นผู้จดจำนอง จำนำ เช่น อาจขายทรัพย์สินซึ่งอยู่ภายใต้บังคับของบุริมสิทธิดังกล่าวภายหลังจากการแจ้ง SPV ให้ดำเนินการตามภาระผูกพันแล้ว

8.2 ผู้เกี่ยวข้องต่าง ๆ ที่เข้าเป็นเจ้าหนี้จะไม่ได้รับบุริมสิทธิพิเศษ ได้แก่ swap counterparty originator servicer และ liquidity provider เป็นต้น บุคคลเหล่านี้จึงไม่เต็มใจที่จะเข้ามาเกี่ยวข้องในธุรกรรมด้วยหากจะมีบุริมสิทธิต่ำกว่าผู้ถือหุ้นกู้

อย่างไรก็ดี ยังไม่มีเหตุผลทางกฎหมายพื้นฐานที่จะแสดงว่า ทำไมเจ้าหนี้ต่าง ๆ ควรหรือไม่ควรได้สิทธิเช่นเดียวกันหรือต่างกับ SPV แต่เป็นเหตุผลในเชิงพาณิชย์มากกว่าซึ่งเจ้าหนี้ต่าง ๆ ย่อมต้องการมีสิทธิได้รับชำระหนี้ของตนก่อน

9. <u>การจดจำนองที่ดินใหม่</u>

originator และ SPV ไม่ต้องยื่นเอกสารการจดจำนองใหม่ไปยังสำนักงานที่ดินซึ่งที่ดินนั้นตั้งอยู่แต่สามารถยื่นเอกสารต่อสำนักงานกลางของกรมที่ดินได้ อย่างไรก็ดี สำนักงานกลางดังกล่าวจะเก็บค่าธรรมเนียมซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายในการจัดส่งเอกสารไปให้สำนักงานสาขาต่าง ๆ ที่ที่ดินตั้งอยู่ (ค่าจัดส่งไม่เกิน 30 บาทต่อ 10-15 หน้า) ในกรณียังไม่มีความชัดเจนว่า การยกเว้นค่าธรรมเนียมจดจำนองใหม่ตาม พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้ครอบคลุมค่าธรรมเนียมข้างต้นหรือไม่

ที่ผ่านมาการจดจำนองใหม่จะใช้เวลาประมาณ 5-8 วัน จึงจะเสร็จเรียบร้อยและมีผลใช้บังคับ (รวมระยะเวลาส่งเอกสาร) SPV จึงมีความเสี่ยงเกิดขึ้นในช่วงระหว่างที่การจดจำนองใหม่ยังไม่มีผลใช้บังคับ SPV จะไม่สามารถถือสิทธิในฐานะผู้รับจำนองที่จะใช้ยกเป็นข้อต่อสู้กับบุคคลภายนอกได้ ดังนั้น หาก originator ล้มละลายในระหว่างนั้น SPV ก็จะไม่สามารถเป็นผู้ถือสิทธิในทะเบียนจำนองได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) ขอให้กรมที่ดินออกประกาศกำหนดให้วันที่ยื่นเอกสารขอจดจำนองใหม่ต่อสำนักงานกลางของกรมที่ดินเป็นวันที่มีผลใช้บังคับในการเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองที่ดิน หรือ

(2) ให้ SPV ชำระเงินเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงทะเบียนจำนองแล้ว แต่จะทำให้ความสมบูรณ์ของการขายลูกหนี้ถูกเลื่อนเวลาออกไป

10. <u>อัตราดอกเบี้ย</u>

มาตรา 18 แห่ง พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ได้แก้ปัญหาให้ SPV ซึ่งไม่ใช่สถาบันการเงินยังสามารถเรียกเก็บดอกเบี้ยได้เกิน 15% อย่างไรก็ดี ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยตามสัญญาถูกกำหนดเป็นอัตราลอยตัว เช่น MLR และหาก originator ถูกทางการสั่งให้หยุดดำเนินกิจการ SPV ก็จะไม่สามารถใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของ originator สำหรับการคำนวณดอกเบี้ยของลูกหนี้ที่รับโอนได้

<u>แนวทางแก้ไข</u>

ควรแก้ไขเพิ่มเติมมาตรา 18 ว่า ถ้าวิธีการคำนวณดอกเบี้ยลอยตัวนั้นไม่สามารถใช้ปฏิบัติได้ต่อไป ก็อาจให้ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ หรือผู้แทนผู้ถือหลักทรัพย์ของ SPV เป็นผู้เลือกอัตราอื่นที่เหมาะสมแทน

11. <u>การเก็บรักษาเอกสาร</u>

ในกรณีที่มีการเปลี่ยนตัว servicer อาจเนื่องจาก servicer เดิมล้มละลาย servicer ใหม่อาจไม่สามารถจัดการเรียกเก็บหนี้ได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากเอกสารต่าง ๆ เกี่ยวกับสินทรัพย์ยังอยู่กับตัวแทนเก็บรักษาทรัพย์สินของ servicer เดิม หรืออาจอยู่กับเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ ทั้งนี้ SPV อาจต้องใช้เวลาระยะหนึ่งในการพิสูจน์ความเป็นเจ้าของ และเรียกเอกสารดังกล่าวกลับคืนมา

ในประเด็นนี้ สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจึงมักต้องการให้มีการทำสำเนาข้อมูลเกี่ยวกับกองสินทรัพย์และเก็บไว้ที่ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้โดยสม่ำเสมอ เช่น เดือนละครั้ง ซึ่งจะทำให้มีภาระมากขึ้น

<u>แนวทางแก้ไข</u>

(1) ควรให้สัญญาการเรียกเก็บหนี้ระหว่าง servicer และ SPV มีการกำหนดเงื่อนไขดังนี้

- กำหนดให้เอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization จะตกเป็นของ SPV
- ให้ servicer ตกลงที่จะถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ไว้ในฐานะตัวแทนของ SPV และไม่ให้ถือเป็นการโอนเอกสารแต่อย่างใด
- ให้ servicer กระทำการใด ๆ ที่จำเป็นทั้งหมดที่ทำให้เห็นว่า SPV มีสิทธิในเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization

(2) สัญญาควรกำหนดแนวทางดำเนินการในกรณีที่ servicer เดิมถูกปิดกิจการ และแต่งตั้ง servicerใหม่

(3) หน่วยงานทางการควรเข้าใจและให้ความสำคัญ รวมทั้งเร่งรัดกระบวนการคืนเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ให้ SPV ได้อย่างรวดเร็ว

(4) แก้ไข พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ดังนี้

- ให้กำหนดให้สิทธิแก่ SPV หรือตัวแทนในการเข้าไปแสดงหลักฐานความเป็นเจ้าของ
- กำหนดโทษต่อบุคคลที่กีดกัน SPV หรือตัวแทนในการเรียกคืนเอกสาร

<u>แนวทางของประเทศอื่น</u> มีแนวทางแก้ไขปัญหาข้างต้นโดยให้ servicing agreement กำหนดรายละเอียด

(1) servicer ตกลงถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ทำ securitization แยกออกจากเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ servicer เป็นผู้รับผลประโยชน์

(2) servicer ตกลงถือเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์ไว้ในกองทรัสต์เพื่อ SPV และจะไม่ถือเป็นการโอนเอกสาร

(3) SPV มีสิทธิขอให้ servicer ส่งเอกสารเกี่ยวกับสินทรัพย์มาให้ SPV หรือตัวแทนของ SPV ณ เวลาใดก็ได้

ในกรณีฝรั่งเศสและเบลเยี่ยมจะมีผู้เก็บรักษาทรัพย์สินรับผิดชอบในการจัดเก็บเอกสารต่าง ๆ ตามกฎหมาย แม้ว่าในทางปฏิบัติมักเก็บไว้ที่ originator หากของไทยจะใช้แนวทางนี้ก็อาจใช้กลไกเดียวกับกองทุนรวมซึ่งทำในลักษณะนี้อยู่แล้ว

ข. <u>ประเด็นด้านภาษี</u> (โดย Freshfields / Pricewaterhouse Coopers)

1. <u>ภาษีเงินได้นิติบุคคล</u> (CIT)

1.1 <u>บททั่วไป</u>

ในการพิจารณาระบบภาษีในธุรกรรม securitization จะมีหลักการดังนี้

(1) ต้นทุนด้านภาษีของผู้ทำธุรกรรม ไม่มากกว่ากรณีที่ไม่ได้ทำ securitization ทั้งนี้ ไม่จำเป็นต้องมีการยกเว้นภาษีให้เป็นพิเศษ แต่ให้จัดโครงสร้างของ SPV ให้ไม่มีกำไรทางภาษี (tax neutral)

(2) เพื่อให้ SPV ได้รับประโยชน์จากการได้รับ rating สูงเนื่องจากมีการแยกสินทรัพย์ออกมาอย่างเด็ดขาดจาก originator SPV จะต้องสามารถดำรงอยู่อย่างเป็นอิสระจาก originator โดย SPV ไม่ควรมีภาระภาษีอันทำให้ประสบภาวะล้มละลายหากไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้

ดังนั้น ปัจจัยสำคัญที่ต้องพิจารณาคือ

(ก) กำไรครั้งเดียวกันไม่ควรเสียภาษี 2 ครั้ง ทั้งนี้ ปัญหาที่เกิดขึ้นในปัจจุบันคือ SPV มีภาระภาษี CIT จากกำไร และเมื่อโอนกำไรกลับให้ originator แล้ว originator ก็จะต้องมีภาระภาษี CIT จากกำไรดังกล่าวอีก

(ข) SPV ไม่ควรถูกบังคับให้เสียภาษี เนื่องจากการที่ SPV เสียภาษีจากรายได้ที่ยังไม่ได้รับเป็นเงินสด อาจทำให้ไม่มีเงินพอที่จะเสียภาษีได้

(ค) ไม่มีการ mismatch ใด ๆ ระหว่างรายรับและรายจ่ายของ SPV ไม่ว่าจะเป็นเรื่องเวลา หรือรายได้ที่ต้องเสียภาษีแต่ต้องนำมาจ่ายภาระค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถหักลดหย่อนภาษี เช่น ในกรณีที่ SPV มีรายได้ค่าเช่าตามสัญญาเช่าซื้อ ซึ่งต้องเสียภาษี CIT แต่ต้องชำระเงินต้นซึ่งไม่สามารถหักเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้จะทำให้เป็นภาระต่อ SPV

ทางแก้ไขที่ดีที่สุดคือ กำหนดให้ SPV เป็นองค์กรที่ได้รับยกเว้นภาษีตามแนวทางของประเทศฝรั่งเศส โดยแนวทางดังกล่าวจะให้เก็บภาษีจากรายได้ที่เกิดขึ้นต่อไปนี้

(1) เก็บภาษีจากกำไรที่ส่งกลับให้ originator ได้แก่ รายรับจากผลประโยชน์ที่เหลือของ SPV ที่โอนคืน originator

(2) ผลประโยชน์ที่เหลือที่ originator ได้รับโดยต้องรับรู้ตามวิธี mark to market และกำไรหรือขาดทุนที่เกิดขึ้นในแต่ละปีเทียบกับต้นทุนการได้มาซึ่งผลประโยชน์ที่เหลือดังกล่าวจะต้องนำมาเสียภาษี CIT ด้วย

(3) รายได้ของผู้ลงทุนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของ SPV

ทั้งนี้ หากการยกเว้นภาษีตามแนวทางดังกล่าวไม่สามารถทำได้ ทางแก้ไขอื่นคือ อนุญาตให้ SPV คำนวณภาษี CIT ตามเกณฑ์เงินสด โดยไม่คำนึงว่า originator ใช้เกณฑ์เงินสดหรือเกณฑ์คงค้างหรือไม่

1.2 <u>ภาษีในแต่ละขั้นตอนของธุรกรรม</u>

หากพิจารณานัยของภาษีในธุรกรรมในรูปแบบเดียวกับหัวข้อบัญชี จะพบว่ามีปัญหาหลายประการ ทั้งนี้ กรมสรรพากรได้มีวิธีการคิดภาษีตามแต่ละขั้นตอนของธุรกรรม ดังนี้

. 1.2.1 <u>ณ จุดโอนสินทรัพย์</u>

(1) <u>ภาษีในด้าน originator</u>

scenario 1 : กรมสรรพากรอาจพิจารณาการบันทึกบัญชีที่ว่ารายได้จากการขาย port เงินกู้ให้รวมถึงเงินสดที่ได้มา มูลค่าของดอกเบี้ยเงินกู้ (I/O strip) และผลประโยชน์ที่เหลือ (residual interest หรือ RI) ถ้าเป็นดังนี้แล้ว originater จะมีกำไรจากการขาย (capital gain) ที่ต้องเสียภาษี CIT ในกรณีดังกล่าว ดอกเบี้ยและผลประโยชน์ที่เหลืออาจถูกถือเป็นสินทรัพย์เพื่อการลงทุนและถูกตัดออกจากบัญชีเมื่อเป็นไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย อย่างไรก็ตาม ภายใต้กฎหมายภาษีปัจจุบัน กรมสรรพากรไม่ควรปรับแนวคิดด้านมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อมูลค่าดังกล่าวมีความไม่แน่นอน

scenario 2 : กรมสรรพากรอาจมองว่า รายได้จากการขายเป็นเพียงการรับเงินสดเท่านั้น ผลประโยชน์ที่เหลืออื่นๆ เป็นเพียงข้อผูกพันทางกฎหมายซึ่งมีความไม่แน่นอนสูงโดยขึ้นกับ performance ในการชำระหนี้ของสินทรัพย์นั้น ดังนั้น originator อาจต้องพิสูจน์ว่าการรับเงินสดนั้นเป็นไปตามราคาตลาดของ port เงินกู้หรือไม่ เนื่องจากกรมสรรพากรจะใช้มาตรา 65 ทวิ (4) มาประเมินภาษี CIT ใหม่ ถ้าเห็นว่า สินทรัพย์ที่โอนไปมีค่าตอบแทนน้อยกว่าราคาตลาดของสินทรัพย์นั้น

ถ้า originator ให้เงินทุนแก่ SPV โดยผ่านการถือ subordinated loan กรมสรรพากรอาจตีความว่าเป็นการขายถ้าใช้แนวทางตาม scenario 1 แต่จะตีความว่าเป็นการกู้ยืมถ้าใช้แนวทางตาม scenario 2

ภายใต้มาตรา 65 ได้คำนวณรายได้และค่าใช้จ่ายตามเกณฑ์คงค้าง นั่นหมายถึง จะมีการรับรู้รายได้หรือค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษี CIT เมื่อถึงงวดรับเงินหรือชำระเงิน originator จะต้องทำให้กรมสรรพากรเชื่อว่า รายได้ในรูปดอกเบี้ยจาก subordinated loan และผลประโยชน์ที่เหลือจาก SPV นี้จะได้รับเมื่อสิ้นสุดโครงการ กรมสรรพากรควรยอมรับว่า รายได้จาก I/O หรือผลประโยชน์ที่เหลือควรรับรู้เป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษีในรอบบัญชีเมื่อถึงงวดการชำระ และในกรณีที่รายได้นั้นมีจำนวนไม่แน่นอน ก็ให้รับรู้รายได้เมื่อได้รับเงินมาจริง

นอกจากนี้ มูลค่าของดอกเบี้ย (I/O) และผลประโยชน์ที่เหลือ (RI) ที่บันทึกในบัญชีจะได้มาจากการคำนวณวิธี discounted cash flow และจะปรับมูลค่าไปถ้า

สมมติฐานที่ใช้คำนวณมูลค่า I/O และ RI เปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศ และสถานการณ์ของสินทรัพย์ ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงในมูลค่าประเมินดังกล่าวไม่ควรต้องถือเป็นรายได้หรือค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษี แต่ควรใช้มูลค่าที่เกิดขึ้นจริงมาคำนวณภาษี

(2) <u>ภาษีในด้าน SPV</u>

SPV จะต้องบันทึกสินทรัพย์ที่โอนมาในราคาที่ได้มา ส่วนต้นทุนการโอนอื่นจะบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในงวดที่เกิดขึ้น สำหรับการที่ SPV จ่าย I/O หรือ RI ให้ originator จะถือเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีหรือไม่นั้น จะขึ้นกับว่าผลประโยชน์เหล่านั้นได้มีการจัดโครงสร้างเป็นอย่างไร

1.2.2 <u>ณ จุดการเรียกเก็บหนี้</u>

(1) <u>ภาษีในด้าน originator</u>

originator ต้องรับรู้รายได้จากการให้บริการเรียกเก็บหนี้ให้ SPV ซึ่งต้องมีภาระภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) จากรายได้ดังกล่าว ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการตัดจำหน่ายการให้บริการเรียกเก็บหนี้ (servicing asset) ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ประเภทหนึ่งที่ต้องรอตัดจำหน่ายไปทุกงวดบัญชีและจะไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในทางภาษีได้ จะมีเพียงค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในการให้บริการเรียกเก็บหนี้ตามสัญญาในงวดนั้นๆ เท่านั้นที่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในทางภาษีได้

(2) <u>ภาษีในด้าน SPV</u>

รายได้ดอกเบี้ยของ SPV ต้องเสียภาษีธุรกิจเฉพาะ (SBT) 3.3% และ SPV ควรเลือกจ่ายภาษี SBT ตามเกณฑ์เงินสด เพื่อเลี่ยงความไม่สอดคล้องกันในเรื่องเวลา ค่าบริการเรียกเก็บหนี้ที่จ่ายให้ originator จะสามารถนำมาคำนวณเป็นค่าใช้จ่ายในทางภาษีของ SPV ได้

1.2.3 <u>ข้อกำหนดเรื่องการด้อยค่าและการตัดจำหน่ายสินทรัพย์</u>

กรณี originator ที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและสินทรัพย์เป็นเงินให้กู้ยืม originator จะไม่สามารถได้รับการลดหย่อนภาษีจากการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของสินทรัพย์ หุ้นกู้ ด้อยสิทธิ หรือ I/O หรือ RI ตามมาตรา 65 ทวิ (1) ของประมวลรัษฎากร และถ้า SPV ไม่ใช่สถาบันการเงิน SPV ก็จะไม่ได้รับลดหย่อนภาษีจากการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเช่นกัน

1.2.4 <u>ณ จุดสิ้นสุดโครงการ</u>

(1) <u>ภาษีในด้าน originator</u>

<u>scenario 1</u> ภาษีจากกำไร/ขาดทุนที่เกิดขึ้นจาก I/O และ RI เป็นอย่างไร จะขึ้นกับโครงสร้างของสิทธิเหล่านั้นเป็นอย่างไร ถ้าหาก I/O และ RI มีโครงสร้างเป็นตราสารหนี้แล้ว originator ก็จะมีภาระภาษี SBT ถ้ามีกำไรเกิดขึ้นจากตราสารเหล่านี้ (มาตรา 91/5)

scenario 2 จำนวน I/O หรือ RI ที่ originator ได้รับจะถูกถือเป็นรายได้ทางภาษีและจะมีภาระภาษี SBT ในส่วน provision ใดๆ ที่ทำระหว่างโครงการ securitization จะไม่ใช่ค่าใช้จ่ายในทางภาษี ดังนั้น ถ้ามีการกลับรายงานบัญชีสำหรับ provision ดังกล่าวก็จะไม่ถือเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษีด้วย

(2) ภาษีในด้าน SPV

ก่อนที่ SPV จะมีการชำระบัญชีเลิกกิจการ SPV จะต้องชำระภาษีทั้งหมดต่อกรมสรรพากรและส่งคืนเงินที่เหลือ (หลังจากจ่าย I/O และ RI ให้แก่ originator)ให้แก่ผู้ถือหุ้นของ SPV

1.2.5 การส่งกำไรกลับคืน (Profit extraction)

ประเด็นในการโอนกำไรกลับคืน originator ขึ้นกับโครงสร้างของธุรกรรม ดังนี้

(1) ถ้า originator สามารถถือหุ้นใน SPV และไม่สนใจที่จะมีสิทธิออกเสียงใน SPV (เพื่อไม่ต้องมีการทำงบการเงินรวม) แล้ว การคืนผลกำไรให้ originator ในรูปเงินปันผลก็จะไม่ต้องมีภาระภาษีด้วย

(2) originator รับโอนผลประโยชน์กลับคืนโดยผ่าน subordinated loan ซึ่งจะจ่ายผลตอบแทนผันแปรไปตามกำไรที่ SPV ได้รับ หรือถ้าราคาที่ SPV ซื้อสินทรัพย์ถูกปรับตามกำไรของ SPV แล้ว ก็จะเป็นเรื่องที่น่าเป็นห่วงหากกำไรในครั้งเดียวกันต้องเสียภาษี 2 ครั้ง เนื่องจากการที่ SPV จ่ายผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยให้ originator ในอัตราสูง อาจมีประเด็นพิจารณาว่า ถ้าดอกเบี้ยรับดังกล่าวขึ้นกับกำไรของ SPV แต่กลับมิได้ส่งดอกเบี้ยนั้นให้ originator ในช่วงเวลาเดียวกัน กรมสรรพากรอาจจะประเมินรายได้ดอกเบี้ยตามราคาตลาดเพื่อเสียภาษีมากขึ้นตามมาตรา 65 ทวิ (4) แม้ว่า originator จะมีเหตุผลอันสมควรที่จะเลี่ยงการประเมินใหม่ดังกล่าวก็ตาม

1.3 การแก้ไขปัญหาภาษี CIT มีแนวทางที่เป็นไปได้ ดังนี้

1.3.1 การยกเว้นภาษี CIT ให้ SPV

(1) แนวทางของต่างประเทศ

ฝรั่งเศส ตัวกลางในการทำ securitization ของฝรั่งเศส เรียกว่า fonds communs de creances (FCC) โดยเป็นนิติบุคคลที่ได้รับการยกเว้นภาษี CIT แต่ผู้ถือหน่วยของ FCC ดังกล่าวจะเป็นผู้มีภาระภาษีจากกำไรของ FCC เมื่อมีการส่งกำไรไปให้ผู้ถือหน่วย รวมทั้ง capital gain ที่ผู้ถือหน่วยได้รับก็จะต้องเสียภาษี นอกจากนี้ ผลประโยชน์ส่วนที่เหลือของ originator ต้องเสียภาษีแบบ mark to market ในแต่ละปี สำหรับในปีแรกที่มีการโอนสินทรัพย์ originator หรือผู้ถือผลประโยชน์ที่เหลือจะต้องเสียภาษีจากส่วนต่างระหว่างมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ในอนาคต และราคาโอนสินทรัพย์ ดังนั้น จึงเป็นไปไม่ได้ที่ originator จะเลื่อนการเสียภาษีไปในอนาคตโดยการเก็บกำไรไว้ที่ FCC โดยไม่ส่งกลับ

สหรัฐอเมริกา ใช้รูปแบบ grantor trust ซึ่งเป็นนิติบุคคลอิสระที่ไม่ต้องเสียภาษี ในกรณีนี้ผู้ถือผลประโยชน์ใน grantor trust จะเป็นผู้เสียภาษีจากกำไรของ grantor trust แต่ก็ยังมีข้อจำกัดในการจัดเก็บภาษีจากกำไรสำหรับ trust ประเภทนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อผลประโยชน์จากหลักทรัพย์ที่ trust ออกนั้นมีหลายประเภท (เช่น ในรูป senior / subordinated หรือผลประโยชน์ที่รับมาในช่วงระยะเวลาต่างกัน)

อังกฤษ สเปน อิตาลี และฮ่องกง SPV จะมีภาระภาษี CIT แต่ถ้า SPV ได้รับยกเว้นภาษี CIT จะเก็บภาษีจากรายได้ของ SPV จากผู้ลงทุนหรือ originator แทน

(2) แนวทางของไทย

โครงสร้างภาษีที่เป็นไปได้ที่จะนำมาปรับใช้กับไทย คือ โครงสร้างภาษีของประเทศฝรั่งเศสที่ให้ยกเว้นภาษีแก่ SPV และจัดเก็บภาษีจากผู้ถือหน่วยของ SPV แทน ซึ่งจะไม่ทำให้รัฐสูญเสียรายได้จากภาษีดังกล่าว อย่างไรก็ดี อาจมีแนวคิดว่า การคำนวณผลประโยชน์ที่เหลือตามวิธี mark to market อาจไม่เหมาะสมกับระบบภาษีของไทยซึ่งไม่คุ้นเคยกับวิธีการคำนวณภาษีดังกล่าว ทั้งนี้ หากไม่ใช้วิธี mark to market จะมีข้อเสียคือ ทำให้ SPV เก็บกำไรไว้ไม่ส่งกลับ originator เพื่อชะลอการเสียภาษีจากกำไรดังกล่าวไปในอนาคต ซึ่งจะทำให้กรมสรรพากรสูญเสียรายได้จากภาษีในปัจจุบัน แต่จะได้รับภาษีทั้งหมดจากผู้รับผลประโยชน์ของ SPV เมื่อสิ้นสุดโครงการ

ในการแก้ไขระบบภาษี CIT ในธุรกรรม จะต้องมีการแก้ไขประกาศที่เกี่ยวข้องดังนี้

(ก) ให้ยกเว้นภาษี CIT แก่ SPV โดยออกพระราชกฤษฎีกาแก้ไขมาตรา 3(1) ของประมวลรัษฎากร

(ข) เก็บภาษีจากผู้ถือหุ้นของ SPV (กรณี SPV เป็นบริษัท) เมื่อมีการจ่ายเงินปันผล โดยออกพระราชกฤษฎีกาแก้ไขมาตรา 65 ทวิ(10) ของประมวลรัษฎากร โดยกำหนดให้การยกเว้นภาษีจากเงินปันผลไม่ให้ใช้กับกรณีที่บริษัทที่ตั้งขึ้นเพื่อทำ securitization ภายใต้ พ.ร.ก. นิติบุคคล
เฉพาะกิจฯ เป็นผู้จ่ายเงินปันผลนั้น

(ค) เก็บภาษีจากผู้ถือหน่วยลงทุนของ SPV (กรณีที่ SPV เป็นกองทุนรวม) โดยแก้ไขพระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 263 โดยกำหนดให้การยกเว้นภาษีตามมาตรา 3 ของพระราชกฤษฎีกาไม่ให้ใช้กับกรณีที่เป็นการส่งกำไรจากกองทุนรวมที่ตั้งขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการทำ securitization ภายใต้ พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ

(ง) ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใน SPV เป็นบุคคลต่างชาติ อาจมีความเป็นไปได้ที่กรมสรรพากรจะสูญเสียรายได้จากภาษีที่เก็บจากบุคคลต่างชาติ เนื่องจากการเก็บภาษีถูกจำกัดจำนวนภายใต้อนุสัญญาภาษีซ้อน ทั้งนี้ อาจกำหนดแนวทางแก้ไขโดยไม่ยกเว้นภาษีให้แก่ SPV ที่มีบุคคลต่างชาติถือหุ้นอยู่ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน อย่างไรก็ดี SPV อาจจำเป็นต้องให้บุคคลต่างชาติเป็นเจ้าของ

เพื่อให้ SPV อยู่นอกเหนือการควบคุมของ originator หรือเป็น off balance sheet treatment ในกรณีนี้อาจ

จัดตั้ง SPV แบบ 2 tier strecture คือ ให้มีบริษัทโฮลดิ้งไทยเป็นผู้ถือหุ้นของ SPV และให้บริษัทต่างชาติถือหุ้นในบริษัทโฮลดิ้งไทยอีกชั้นหนึ่ง โครงสร้างในลักษณะนี้จะทำให้สามารถเก็บภาษีจากเงินปันผลที่จ่ายให้บริษัทโฮลดิ้งไทยได้ทั้งหมด

1.3.2 <u>การเก็บภาษีตามเกณฑ์เงินสด</u>

ในประเทศอังกฤษถือว่า SPV เป็น passive investment company ซึ่งไม่ได้มีกิจกรรมการทำธุรกิจซื้อขายใดๆ SPV จะเสียภาษีตามเกณฑ์คงค้างเฉพาะกรณีที่ทรัพย์สินอยู่ในรูปลูกหนี้เงินกู้เท่านั้น ส่วนในฮ่องกงและสเปนจะเสียภาษีตามเกณฑ์เงินสด

สำหรับประเทศไทยหากอนุญาตให้ SPV เสียภาษีตามเกณฑ์เงินสด จะต้องแก้ไข<u>คำสั่งกรมสรรพากรที่ ท.ป. 1/2528</u> ภายใต้มาตรา 65 ของประมวลรัษฎากร โดยให้อธิบดีเป็นผู้ให้ความเห็นชอบได้

1.3.3 <u>การหยุดรับรู้รายได้และการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ</u>

ถ้ากรมสรรพากรเห็นด้วยว่า SPV เป็นเพียง agent ของ originator แล้ว ก็ควรคิดภาษีของ SPV ตามเกณฑ์เดียวกับ originator ดังนั้น หาก SPV ถูกตั้งขึ้นโดย originator ที่เป็นสถาบันการเงิน SPV ก็ควรใช้เกณฑ์การหยุดรับรู้รายได้เช่นเดียวกับสถาบันการเงิน ซึ่งต้องแก้<u>คำสั่งกรมสรรพากรที่ ท.ป.</u> และควรให้ SPV นำค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญหักเป็นค่าใช้จ่ายในทางภาษีได้ ซึ่งต้อง<u>แก้ไขมาตรา 65 ตรี(1) แห่งประมวลรัษฎากร</u> ในกรณีนี้ใช้กับ SPV ที่เป็นของสถาบันการเงิน และ SPV ต้องเป็นไปตามกฎเกณฑ์ของ ธปท.ด้วย

อย่างไรก็ดี แนวทางการให้ SPV หยุดรับรู้รายได้ตามเกณฑ์เดียวกับสถาบันการเงินอาจใช้ไม่ได้กับกรณีการทำ securitization พวกลูกหนี้การค้า

1.3.4 <u>การคิดภาษีตามงบการเงินรวมของ originator และ SPV</u>

แนวทางนี้ให้ originator เป็นผู้รับภาระภาษีของ SPV แต่มีประเด็นว่าถ้า originaor ล้มละลายก็ไม่ควรมีผลกระทบให้ SPV ต้องกลับมาเป็นผู้เสียภาษี ทั้งนี้ แนวทางดังกล่าวเสมือนว่า เป็นการคิดภาษีจากงบการเงินรวมของ originator และ SPV ในกรณีที่ SPV ขาดทุนก็จะนำขาดทุนนั้นไปหักกลบกับกำไรที่เกิดขึ้นในปีต่อมา (carry forward) อย่างไรก็ดี เป็นการยากที่จะทำให้กรมสรรพากรยินยอมให้คิดภาษีจากงบการเงินรวมซึ่งจะต้องแก้ไขประมวลรัษฎากร นอกจากนี้ แนวทางดังกล่าวยังไม่เป็นที่ปฏิบัติกันในสากล

1.4 <u>การเสียภาษีซ้ำซ้อนจากกำไรครั้งเดียวกัน</u>

กรมสรรพากรควรประกาศการยืนยันว่า จำนวนที่มีลักษณะเป็นผลประโยชน์และได้จ่ายจาก SPV ไปให้เจ้าหนี้ที่เกี่ยวข้องจะถือว่าได้จ่ายในอัตราตลาด โดยผู้รับผลประโยชน์ดังกล่าวจะถือเป็นรายรับที่ต้องเสียภาษี ไม่ว่ารายได้ดังกล่าวจะผันแปรตามกำไรหรือเงินสดรับก็ตาม และ SPV ก็ควรมีสิทธิหักลดหย่อนภาษีจากจำนวนผลประโยชน์ที่โอนไปทั้งจำนวนได้ ประเด็นนี้คล้ายคลึงกับข้อ 1.2.5 การส่งกำไรกลับคืน

2. <u>ภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT)</u>

2.1 <u>SPV ในฐานะผู้ประกอบธุรกิจภายใต้ภาษี VAT</u>

แม้ว่ากรมสรรพากรจะยกเว้นภาษี VAT ในการโอนสินทรัพย์ภายใต้ธุรกรรม securitization แต่ไม่ได้ยกเว้นภาษี VAT จากค่าบริการเรียกเก็บหนี้ ดังนั้น ภาษี VAT ดังกล่าวจึงเป็นต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของ SPV หาก SPV ไม่สามารถขอคืนภาษี VAT ที่ได้จ่ายไปนั้นคืนได้ เนื่องจาก SPV มิได้เป็นผู้ประกอบการในลักษณะที่เป็น supplier ที่จดทะเบียนภายใต้ภาษี VAT ทั้งนี้ แม้ในทางปฏิบัติกรมสรรพากรอาจยอมรับการจดทะเบียนภายใต้ภาษี VAT ของ SPV แต่ไม่ได้หมายความว่า กรมสรรพากรจะให้สิทธิ SPV เท่าเทียมกับผู้ประกอบการอื่นที่จดทะเบียนภายใต้ภาษี VAT จึงอาจมีปัญหาเมื่อ SPV ไปขอคืนภาษี VAT จากกรมสรรพากร

ทางแก้ปัญหา คือ กรมสรรพากรควรให้สิทธิ SPV ว่าเป็นผู้ประกอบการที่จดทะเบียนภายใต้ภาษี VAT หรือให้ไม่มีภาษี VAT เลย โดยหากยอมให้ไม่มีภาษี VAT เลยจะต้องแก้ไขมาตรา 81 ของประมวลรัษฎากร

2.2 <u>ภาษี VAT จากค่าบริการเรียกเก็บหนี้</u>

แนะนำว่า หากเป็นไปได้ SPV ควรได้รับยกเว้น VAT ในค่าบริการเรียกเก็บหนี้ ในกรณีที่ orginator เป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ (servicer) การจ่ายค่าบริการเรียกเก็บหนี้อาจใช้รูปแบบอื่นของการโอนผลประโยชน์กลับจึงไม่กระทบมาก แต่ถ้า servicer เป็นบุคคลอื่นซึ่งไม่มีส่วนได้เสียใดใน SPV อาจคิดค่าบริการเรียกเก็บหนี้สูง ซึ่งทำให้ SPV ต้องมีภาระภาษี VAT ซึ่งเป็นต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

ตัวอย่างของต่างประเทศ

- สหรัฐอเมริกา และฮ่องกง ไม่มีภาษี VAT ในค่าบริการเรียกเก็บหนี้ (เนื่องจากประเทศเหล่านี้ไม่มีภาษี VAT อยู่แล้ว)
- ฝรั่งเศส ไม่มีภาษี VAT ในค่าบริการเรียกเก็บหนี้ของ SPV
- สเปน อังกฤษ มีภาษี VAT ในค่าบริการเรียกเก็บหนี้
- อิตาลี ยกเว้นภาษี VAT ในค่าบริการเรียกเก็บหนี้ ถ้ามีคุณสมบัติตามที่กำหนด

หากพิจารณาให้ยกเว้นภาษี VAT จากค่าบริการข้างต้นนี้ จะต้องออกพระราชกฤษฎีกา โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 8(1)(น) ของประมวลรัษฎากร

2.3 <u>เงื่อนไขการยกเว้นภาษี VAT ในการโอนลูกหนี้</u>

ควรกำหนดเงื่อนไขการยกเว้นภาษี VAT ไว้กว้างๆ ว่า ต้องเป็นการเปลี่ยนตัวเจ้าหนี้ รวมถึงการเปลี่ยนตัวเจ้าของกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ที่เกี่ยวเนื่องกับลูกหนี้ที่โอน (underlying assets เช่น รถยนต์) นอกจากนี้ หากเป็นการแปลงหนี้ใหม่ของสัญญาเช่าซื้อจะมีค่าอากรแสตมป์ในการทำสัญญาใหม่ในอัตรา 0.1% ทั้งนี้ พระราชกฤษฎีกาที่ 335 ได้ยกเว้นอากรแสตมป์ซึ่งไม่ได้ครอบคลุมถึงการโอน

ระหว่าง SPV และผู้เช่าซื้ออื่นที่เป็นบุคคลธรรมดา ส่วน พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ ก็ไม่ได้ยกเว้นค่าธรรมเนียมการโอน underlying asset (ยกเว้นเพียงค่าธรรมเนียมการโอนหลักประกันของลูกหนี้) อย่างไรก็ดี เพื่อไม่ต้องแก้ไข พ.ร.ก.นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ และพระราชกฤษฎีกาควรขอให้กระทรวงคมนาคมยกเว้นค่าธรรมเนียมในการโอนรถยนต์ด้วย

3. <u>ภาษีธุรกิจเฉพาะ (SBT)</u>

ตามพระราชกฤษฎีกาที่ 334 มีข้อกำหนดยกเว้นภาษี SBT ที่เกิดจากการโอนลูกหนี้ แต่ยังไม่มีความชัดเจนว่า ข้อยกเว้นนี้ได้รวมถึงกำไรจากการซื้อลูกหนี้มาในราคาต่ำหรือไม่ แต่จากการหารือกับกรมสรรพากรพบว่า การซื้อลูกหนี้จะไม่มีภาษี SBT แต่จะมีเพียงภาษี CIT เท่านั้น สำหรับในกรณีที่มีการโอนกำไรกลับไปให้ originator ในรูปของการจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้ด้อยสิทธิ originator จะมีภาระภาษี SBT แต่จะได้รับยกเว้นถ้า originator ถือหุ้นใน SPV ตั้งแต่ 25% ขึ้นไป ซึ่งอาจไม่สะดวกในทางปฏิบัตินัก ทั้งนี้ หากกรมสรรพากรจะยกเว้นภาษี SBT จากรายได้ดอกเบี้ยของ originator จะต้องออกพระราชกฤษฎีกาภายใต้มาตรา 91/3 แห่งประมวลรัษฎากร

4. <u>ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย</u>

4.1 <u>ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในลูกหนี้</u>

ภาระภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายที่เกิดขึ้นจากการจ่ายเงินของลูกหนี้ให้แก่ SPV ยังไม่มีความชัดเจน โดยเฉพาะในกรณีที่ originator ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย (ได้แก่ บริษัทลีสซิ่งที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนด หน่วยงานราชการ บริษัทที่ได้รับสิทธิประโยชน์จาก BOI) หาก originator ดังกล่าวโอนลูกหนี้ให้แก่ SPV ที่ไม่มีสิทธิประโยชน์ในการรับยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย เมื่อลูกหนี้จ่ายเงิน SPV ก็อาจมีภาระภาษีดังกล่าวเพิ่มขึ้นมา

แม้กรมสรรพากรจะเคยออกกฎที่ให้ลูกหนี้ไม่ต้องเรียกเก็บภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย ในการจ่ายชำระหนี้ให้แก่ผู้รับโอนหนี้ทั้งๆ ที่ผู้รับโอนหนี้นั้นมิได้รับยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายก็ตาม ในกรณี securitization ควรออกเป็นประกาศเพื่อให้เกิดความชัดเจนหากเกิดกรณีดังกล่าวขึ้น

4.2 <u>ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในตราสารหนี้</u>

ผู้ลงทุนต่างชาติต้องการได้รับดอกเบี้ยในตราสารหนี้โดยไม่ต้องเสียภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย หากผู้ลงทุนต้องเสียภาษีดังกล่าว SPV จะต้องจ่ายดอกเบี้ยให้ในอัตราที่สูงเพื่อให้ผลสุทธิของดอกเบี้ยรับหลังหักภาษีมีจำนวนเท่ากับผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ การจ่ายอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นนี้จึงเป็นต้นทุนส่วนเพิ่มของ SPV ทั้งนี้ ในต่างประเทศหลายแห่งซึ่งรวมถึงอังกฤษและฝรั่งเศส ได้ยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายของผู้ลงทุนต่างชาติไว้ด้วย

จากกฎเกณฑ์<u>ในอดีต</u> (ที่ กค.0802/14866 ลงวันที่ 14 ตุลาคม 2531) กำหนดว่าการจ่ายเงินภายใต้การทำสัญญา Swap อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนให้ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย โดยถือว่าไม่ใช่ดอกเบี้ยเงินกู้ตามมาตรา 40(4) แห่งประมวลรัษฎากร ดังนั้น ผู้ออกตราสารหนี้

จึงได้พยายามลดภาระภาษีดังกล่าวโดยการไปกู้เงินในแหล่งสกุลเงินที่มีดอกเบี้ยต่ำ เช่น ในญี่ปุ่น (เงินเยน) และทำการ swap อัตราแลกเปลี่ยนเป็นสกุลเงินที่จะจ่ายดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ภาระภาษีดังกล่าวลดลงตามปริมาณดอกเบี้ยต่ำด้วย

ในปัจจุบันได้มีการแก้ไขกฎเกณฑ์ (ที่ กค.0802/4441 ลงวันที่ 20 มีนาคม 2539) โดยได้กำหนดว่า การที่บุคคลอื่นได้ทำการ swap อัตราดอกเบี้ยให้แก่ผู้กู้จะถือเสมือนบุคคลนั้นเป็นเจ้าหนี้เงินกู้ ซึ่งจะต้องเสียภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายจากอัตราดอกเบี้ยนั้น นอกจากนี้ กรมสรรพากรได้ออกกฎเกณฑ์เพิ่มเติม (ที่ กค.0811/10872 ลงวันที่ 17 กรกฎาคม 2541) กำหนดว่า ในกรณีที่ผู้ให้บริการ swap นั้นเป็นคนละนิติบุคคลกับเจ้าหนี้ ถ้าการ swap นั้นไม่มีความเกี่ยวข้องกับสัญญากู้แล้ว การจ่ายเงินภายใต้สัญญา swap ก็จะถือเป็นดอกเบี้ยที่ต้องเสียภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายด้วย

ทั้งนี้ ในปัจจุบันกรมสรรพากรยังไม่มีนโยบายที่จะยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายให้แก่ SPV แต่อย่างใด

5. รายละเอียดเกี่ยวกับการจัดการลูกหนี้

5.1 หน้าที่ในการเก็บภาษี VAT

ถ้า originator ยังคงทำหน้าที่เป็น sevicer originator ก็จะมีหน้าที่ในการเก็บภาษี VAT จากลูกหนี้และนำส่งให้กรมสรรพากร อย่างไรก็ดี ควรให้ SPV สามารถออกใบกำกับภาษี VAT และเก็บภาษี VAT ได้ถ้า originator ไม่ใช่ servicer อีกต่อไป

5.2 หน้าที่ในการออกใบกำกับภาษี VAT

กรมสรรพากรมีข้อกำหนดว่า ผู้โอน เช่น originator มีหน้าที่ออกใบกำกับภาษี VAT เนื่องจาก originator ยังคงมีหน้าที่ดำเนินการตามสัญญากับลูกหนี้ (มาตรา 86 แห่งประมวลรัษฎากร) นั่นคือ originator ควรได้สิทธิในการหักกลบภาษี VAT ซื้อ และ VAT ขาย

แนะนำว่าควรมีประกาศระบุชัดเจนว่า ภายหลังการโอนสิทธิเรียกร้อง originator ยังคงมีหน้าที่ออกใบกำกับภาษี VAT ต่อไป

5.3 หน้าที่ในการออกใบเสร็จรับเงิน

มาตรา 105 แห่งประมวลรัษฎากรกำหนดว่า ผู้ขายซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินตามสัญญาเช่าซื้อหรือผู้ที่รับชำระเงิน ต้องเป็นผู้ออกใบเสร็จรับเงินให้แก่ผู้ซื้อหรือผู้เช่าซื้อ ทั้งนี้ แม้ว่าหนังสือกรมสรรพากรที่ กค. 0802/พ.1562 ลงวันที่ 29 มกราคม 2539 และที่ กค.0811/พ.8119 ลงวันที่ 24 มิถุนายน 2540 ได้กำหนดว่า ผู้รับโอนไม่มีหน้าที่ในการออกใบเสร็จรับเงินตามที่ระบุในมาตรา 105 ถ้าผู้รับโอนได้แต่งตั้ง originator เป็น servicer ดังนั้น ควรออกเป็นประกาศให้ชัดเจน นอกจากนี้ หาก originator ไม่ใช่เป็น servicer อีกต่อไป ก็ควรกำหนดว่า SPV มีหน้าที่ออกใบเสร็จรับเงิน

5.4 <u>ค่าลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับดอกเบี้ยเงินกู้</u>

มีประเด็นว่า ลูกหนี้เงินกู้ซื้อบ้านจากสถาบันการเงินจะได้รับค่าลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อบ้าน ซึ่งหากโอนลูกหนี้ดังกล่าวให้แก่ SPV ซึ่งไม่ใช่สถาบันการเงิน ลูกหนี้ดังกล่าวจะไม่ได้รับสิทธิในการลดหย่อนภาษี ทั้งนี้ จากประกาศอธิบดีกรมสรรพากรที่ 28 ลงวันที่ 12 มิถุนายน 2529 กำหนดให้ลูกหนี้ที่ถูกโอนไปโดยการแปลงหนี้ใหม่เป็นครั้งแรกจะได้รับสิทธิลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา อย่างไรก็ดี โดยปกติแล้วในกรณีการทำ securitization ไม่ได้ต้องใช้วิธีการแปลงหนี้ใหม่ตามมาตรา 349 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ แต่เป็นเพียงการโอนสิทธิเรียกร้องและสัญญาเงินกู้เดิมยังคงกำหนดสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญาต่างๆ จึงพิจารณาว่า ลูกหนี้เงินกู้ที่ถูกโอนไปก็ยังคงได้รับสิทธิในการลดหย่อนภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยเงินกู้อยู่

6. <u>ประเด็นที่อาจเป็นช่องทางในการเลี่ยงภาษี</u>

6.1 <u>ภาษีธุรกิจเฉพาะ (SBT)</u> พระราชกฤษฎีกาได้ยกเว้นภาษี SBT ดังต่อไปนี้

(1) ยกเว้นให้ SPV สำหรับเงินได้จากการรับโอนทรัพย์สินจากกิจการ (เช่น orginator ตาม พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ และการโอนทรัพย์สินจาก SPV ไปยังกิจการ และสำหรับการประกอบธุรกิจของ SPV ซึ่งรับโอนสินทรัพย์จากกิจการที่ได้รับยกเว้นภาษี SBT

(2) ยกเว้นให้กิจการ (เช่น originator ตาม พ.ร.ก. นิติบุคคลเฉพาะกิจฯ สำหรับการโอนทรัพย์สินไปให้ SPV และการโอนกลับคืนกิจการ

การยกเว้นข้างต้นกำหนดเฉพาะการโอนไป SPV และโอนกลับให้ originator ซึ่งไม่ได้ครอบคลุมการโอนระหว่าง SPV กับบุคคลที่ 3 จึงมีประเด็นการเลี่ยงภาษี SBT โดยใช้วิธีการโอนสินทรัพย์ให้แก่ SPV หรือจาก SPV โอนให้แก่บุคคลอื่น

การทำธุรกรรม securitization ต่างกับการขายขาดคือ originator ยังคงถือสิทธิในกำไรส่วนใหญ่ของ SPV ซึ่งจะทำให้ได้รับยกเว้นภาษี SBT และถ้า originator หยุดถือสิทธิในกำไรของ SPV แล้ว originator อาจถูกเรียกเก็บภาษีที่เคยได้รับยกเว้นไปหาก ก.ล.ต.พบว่า เป็นการทำ securitization โดยไม่สุจริต ในกรณีนี้จึงเป็นเรื่องที่น่าเป็นห่วงหาก originator เป็นสถาบันการเงินและต้องดำรงการเป็นผู้ถือหุ้นใน SPV ต่อไป ซึ่งอาจขัดต่อข้อห้ามของทางการที่ไม่ให้สถาบันการเงินถือหุ้นใน SPV

6.2 <u>ภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT)</u>

จากการวิเคราะห์ไม่ควรมีภาษี VAT จากการขายสินทรัพย์ทางการเงินแต่อย่างใด เนื่องจากภาษี VAT ได้ถูกเก็บจากผู้บริโภคคนสุดท้าย หากมีการคิดภาษี VAT ในการโอนลูกหนี้ก็จะทำให้เกิดภาระภาษี VAT ซ้ำซ้อนขึ้น

6.3 <u>อากรแสตมป์</u>

ประเด็นการใช้การยกเว้นอากรแสตมป์เป็นช่องทางการเลี่ยงภาษีโดยไม่สุจริต มีแนวพิจารณาเช่นเดียวกับกรณีภาษี SBT สำหรับกฎเกณฑ์ของต่างประเทศพบว่า ในประเทศอังกฤษไม่มีการยกเว้นอากรแสตมป์ แต่ก็มีเครื่องมือหลายอย่างที่ใช้เลี่ยงไม่ให้มีการจัดทำเอกสารที่จะต้องมีภาระอากรแสตมป์ ในประเทศฝรั่งเศสและฮ่องกง ไม่มีการยกเว้นอากรแสตมป์ในการโอนลูกหนี้ แต่ได้ยกเว้นเฉพาะที่เกี่ยวเนื่องกับการจดจำนองที่ดินใหม่ที่ทำเนื่องจากธุรกรรม securitization

7. <u>ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับเกณฑ์การขายขาด (true sale) ในทางภาษี</u>

ระบบภาษีในประเทศไทยจะพิจารณาตามรูปแบบของธุรกรรม ในประเทศฝรั่งเศส กรมสรรพากรจะไม่ให้ originator รับรู้ขาดทุนจากการขายลูกหนี้ให้แก่ SPV ถ้าราคาขายถูกลดลงมาเพื่อการทำ credit echancement หรือ overcollateralization ให้แก่ SPV และ originator ยังคงเป็นผู้รับผลประโยชน์ที่เหลือใน SPV แนวทางนี้ควรพิจารณาใช้กับไทยด้วย สำหรับในสหรัฐอเมริกาได้มีการวิเคราะห์การโอนสินทรัพย์ในธุรกรรม securitization แยกประเภทสำหรับการขายและการให้กู้ในทางภาษี แต่ก็พบว่ายังมีความไม่ชัดเจนอยู่บ่อยครั้ง

การพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์เป็นการขายหรือไม่นั้น จะมีแนวการพิจารณา ดังนี้

(1) ในการโอนสินทรัพย์ ผู้ซื้อได้รับรู้ผลประโยชน์จากการเพิ่มค่าของสินทรัพย์หรือไม่

(2) ผู้รับโอนมีหน้าที่เรียกเก็บเงินจากบัญชีลูกหนี้และรับภาระค่าใช้จ่ายจากการเรียกเก็บเงินหรือไม่

(3) มีสัญญาใดๆ ที่กำหนดให้ผู้โอนดำเนินการใดๆ ต่อผู้รับโอน ซึ่งอาจเกิดขึ้นจากการที่ผู้โอนกระทำการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้ให้แก่ผู้รับโอนหรือไม่

(4) ผู้รับโอนมีหน้าที่รับผิดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดที่รับโอน รวมทั้งการใช้ประโยชน์ การขายหรือการชำระภาษีหรือไม่

(5) ในกรณีที่ผู้รับโอนเป็นบริษัทย่อยของผู้โอน จะพิจารณาว่า ผู้รับโอนนั้นมีพนักงานทำงานได้อย่างอิสระแยกจากผู้โอนหรือไม่ รวมทั้งพิจารณาวิธีจัดหาเงินทุนของผู้รับโอนเพื่อซื้อลูกหนี้จากผู้โอนว่าเป็นอย่างไร

(6) ลูกค้าของผู้โอนได้รับการบอกกล่าวการโอนหรือไม่

(7) ผู้รับโอนยังคงมีสิทธิในการตรวจสอบข้อมูลและทะเบียนของผู้โอน ณ เวลาใดๆ หรือไม่

(8) ผู้โอนเป็นผู้เรียกเก็บเงินจากลูกหนี้หรือไม่ ถ้าใช่ ผู้รับโอนสามารถตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้โอนหรือไม่

ในประเทศไทยจะต้องตีความให้ชัดเจนว่าเป็นการขายในทางภาษีหรือไม่ ทั้งนี้ปัญหาภาษีจะเกิดขึ้นจากการตีความว่าเป็นการขาย แทนที่จะเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน

จากประเด็นคำถามที่ว่า การปฏิบัติเกี่ยวกับการขายในทางภาษีควรใช้แนวทางเดียวกับทางบัญชีหรือไม่ ทั้งนี้ หากกรมสรรพากรใช้แนวตีความตามแบบบัญชีจะทำให้เกิดความสับสน เนื่องจากในทางบัญชีจะพิจารณาเนื้อหาของการโอนสินทรัพย์ซึ่งจะตีความกันเป็นรายกรณี ยกตัวอย่างเช่น โครงสร้างการทำธุรกรรมซึ่งโอนสินทรัพย์โดยได้รับชำระค่าสินทรัพย์เป็นเงินสดและเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือเป็นการขายในทางกฎหมาย แต่ในทางบัญชีจะตีความว่า การรับชำระด้วยหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือว่าส่วนนั้นเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน ในกรณีนี้ หากกรมสรรพากรใช้แนวทางตามแบบบัญชี โดยไม่มีการกำหนดกรอบโดยเฉพาะเพื่อใช้ภายใน ก็จะเกิดความขัดแย้งระหว่างแนวปฏิบัติในทางบัญชี และข้อกำหนดในมาตรา 39 แห่งประมวลรัษฎากรที่กำหนดนิยามของรายได้พึงประเมินให้รวมถึงทรัพย์สินหรือผลประโยชน์ใดๆ ที่ได้รับแน่นอนเป็นเป็นตัวเงิน ดังนั้น ในช่วงแรกๆ ของการพัฒนาธุรกรรม กรมสรรพากรควรจะพิจารณาการตีความตามกฎหมาย โดยอาจพิจารณาปรับใช้แนวทางปฏิบัติภายในโดยเฉพาะสำหรับธุรกรรมนี้

ค. **<u>ประเด็นด้านบัญชี</u>** (โดย PricewaterhouseCoopers)

1. <u>แนะนำมาตรฐานบัญชีสำหรับประเทศไทย</u>

มาตรฐานบัญชีไทยไม่ได้รวมแนวทางบัญชีสำหรับการโอนสินทรัพย์ภายใต้ธุรกรรม securitization อย่างไรก็ดี ปัจจุบันสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย (ICAAT) อยู่ระหว่างการร่างมาตรฐานบัญชีใหม่ที่ครอบคลุมบัญชีสำหรับการโอนและการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงินและหนี้สินทางการเงิน

แต่เดิม ICAAT มีความเห็นที่จะปรับใช้มาตรฐานบัญชี FAS No.125 เนื่องจากมาตรฐานดังกล่าวมีรายละเอียดของธุรกรรมมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับมาตรฐาน IAS No.39 มาตรฐานบัญชีทั้งสองแบบนี้ได้ประยุกต์ใช้แนวความคิดในเรื่องการรับรู้สินทรัพย์ทางการเงิน โดยอ้างอิงองค์ประกอบทางการเงินตามราคาตลาดที่ยุติธรรม ในกรณีที่ไม่สามารถหาราคาตลาดที่ยุติธรรมของสินทรัพย์ทางการเงินได้ มาตรฐานบัญชีทั้งสองแบบได้แนะนำให้รับรู้มูลค่าของสินทรพัย์ทางการเงินดังกล่าวเป็นศูนย์

อย่างไรก็ดี จากการพิจารณาเห็นว่า การใช้ FAS No.125 อาจทำให้เกิดปัญหาในทางปฏิบัติ ดังนี้

1. รายละเอียดใน FAS No.125 ได้อ้างอิงสภาพแวดล้อมทางกฎหมายในสหรัฐอเมริกา ซึ่งแตกต่างจากสภาพแวดล้อมของกฎหมายไทยค่อนข้างมาก

2. ในกรณีที่ originator เป็นผู้ทำ credit enhancement โดยการเข้ามาซื้อหุ้นกู้ด้อยสิทธิของ SPV โครงสร้างดังกล่าวจะถือเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน โดยพิจารณาได้จากเกณฑ์ต่อไปนี้

- การให้ค่าตอบแทนแก่ originator ในรูปของการให้เป็นผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือเป็นส่วนได้เสียในผลประโยชน์ (beneficial interest) ดังนั้น ผลตอบแทนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็ยังต้องขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของสินทรัพย์ที่ SPV รับโอนอยู่ดี

- ตาม FAS No.125 พิจารณาการจัดโครงสร้างในลักษณะนี้ว่า สินทรัพย์ที่โอนไปแล้วยังไม่ได้แยกเด็ดขาดจาก originator และเจ้าหนี้ของ originator ในกรณีล้มละลาย

ข้อจำกัดตามโครงสร้างนี้อาจไม่สามารถใช้ประยุกต์ได้กับสภาพแวดล้อมไทย เนื่องจากของไทยจะต้องเป็นไปตามการตีความของ พ.ร.บ.ล้มละลายในการกำหนดว่า สินทรัพย์ทั้งหมดหรือบางส่วนได้หลุดพ้นจาก originator ในกรณีล้มละลายหรือไม่ ในทางตรงข้ามมาตรฐาน IAS No.39 กำหนดว่า originator ควรหยุดรับรู้สินทรัพย์ทางการเงินเมื่อ originator สูญเสียอำนาจการควบคุมในสิทธิตามสัญญาที่ทำให้เกิดสินทรัพย์ทางการเงิน

IAS No.39 กำหนดนิยามการควบคุมเหนือสินทรัพย์ว่า เป็นความสามารถในการให้ได้มาซึ่งผลประโยชน์ในเชิงเศรษฐศาสตร์ในอนาคตที่ได้จากสินทรัพย์ เนื่องจาก IAS No.39 มีพื้นฐานจากแนวความคิดเกี่ยวกับองค์ประกอบทางการเงินซึ่งสนับสนุนความคิดว่า สินทรัพย์ทางการเงิน

สามารถแยกส่วนกันได้ ดังนั้น จึงตีความว่า การจ่ายผลตอบแทนให้ originator ในรูปของหุ้นกู้ด้อยสิทธิจะถือเป็นการกู้ยืมแต่ส่วนที่จ่ายเป็นเงินสดจะถือเป็นการขาย

จากการที่มาตรฐานบัญชีไทยปัจจุบันใช้แนวทางเดียวกับมาตรฐานของ IAS ดังนั้น จึงเห็นว่า ICAAT อาจจะทบทวนร่างมาตรฐานบัญชีเกี่ยวกับสินทรัพย์ทางการเงินและหนี้สินทางการเงินตามแนวของ IAS No.39 ซึ่งควรครอบคลุมการปฏิบัติในทางบัญชีสำหรับสินทรัพย์ทางการเงินอื่นด้วย เช่น เครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (hedging instrument)

2. <u>แนวความคิดของ FAS No.125</u> (บัญชีการขาย/การกู้ยืม)

หลักการของ FAS No.125 จะเน้นเรื่องการควบคุมเหนือสินทรัพย์ทางการเงิน ถ้าผู้โอนไม่มีการควบคุมเหนือสินทรัพย์ดังกล่าวก็จะถือเป็นการขาย ซึ่งได้รับผลตอบแทนกลับมาโดยไม่ใช่อยู่ในรูปของส่วนได้เสียในผลประโยชน์ (beneficial interest) ของสินทรัพย์ที่โอนไป ทั้งนี้ FAS No.125 กำหนดนิยามของ beneficial interest ว่า ส่วนได้เสียในผลประโยชน์ที่ได้รับ ซึ่งจะไม่ใช่เป็นสินทรัพย์บริการแต่เป็นสินทรัพย์ทางการเงิน

ตัวอย่างเทคนิคการประเมินได้รวมถึง วิธีคิด มูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ในอนาคตที่ประมาณการไว้ โดยคำนวณในอัตราคิดลด (discount rate) ซึ่งสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง วิธี option-pricing models, matrix pricing, option adjusted spread models และการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ทั้งนี้ เทคนิคเหล่านี้จะต้องรวมสมมติฐานที่ผู้มีส่วนร่วมในตลาดใช้ในการประเมินมูลค่า รายได้และค่าใช้จ่ายในอนาคต อัตราดอกเบี้ย การผิดนัดชำระหนี้ การจ่ายคืนเงินกู้ และความผันผวนของตัวแปรต่างๆ

ในกรณีที่ธุรกรรมเป็นไปตามนิยามการขายแล้ว ผู้โอนจะต้องบันทึกบัญชี ดังนี้

- หยุดรับรู้รายได้จากสินทรัพย์ที่ขายทั้งหมด
- รับรู้สินทรัพย์ทั้งหมดที่ได้มาและหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการขาย
- วัดมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่ได้มาและหนี้สินที่เกิดขึ้นจากการขาย

รับรู้กำไรหรือขาดทุนจากการขาย

ส่วนผู้รับโอนจะต้องรับรู้สินทรัพย์ทั้งหมดที่ได้มา และหนี้สินใด ๆ ที่เกิดขึ้น โดยใช้มูลค่ายุติธรรมเป็นเกณฑ์

ในกรณีที่การโอนนั้นไม่ถือเป็นการขายในทางบัญชี ผู้โอนและผู้รับโอนต้องบันทึกบัญชีเป็นการกู้ยืมแบบมีประกัน

3. <u>ประเด็นบัญชีด้านอื่นๆ</u>

ประเด็นทางบัญชีอื่นที่เกี่ยวข้องในธุรกรรมในเรื่องของการทำให้ originator สามารถตัดสินทรัพย์ที่โอนออกจากบัญชีของตนได้คือ แม้ในทางบัญชีจะตีความเป็นการขายได้ แต่ถ้า SPV ยังต้องถูกนำเข้ามาจัดทำงบการเงินรวมกับ originator ในกรณีนี้ ก็เสมือนว่ามิได้ตัดสินทรัพย์ที่โอนออกจากบัญชีของ originator อยู่ดี

ในสหรัฐอเมริกามีแนวปฏิบัติในทางบัญชีที่รองรับกรณีนี้ โดย SPV จะไม่ถูกนำเข้ามาไว้ในงบการเงินรวมกับ originator แม้ว่า originator หรือกลุ่มของ originator จะเป็นเจ้าของ SPV ทั้ง 100% ก็ตาม ทั้งนี้ จะต้องเป็นไปตามหลักการในเรื่อง ดังนี้

- กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับความเป็นเจ้าของ SPV
- แนวปฏิบัติในทางภาษีในเรื่องของวิธีการส่งผลกำไรกลับคืน

ง. การใช้ Trust ในธุรกรรม securitization

1. เปรียบเทียบกองทุนรวมกับ trust : การพิจารณาการจัดตั้ง SPV ในรูปของกองทุนรวม

รูปแบบ trust เป็นแนวความคิดที่ถูกพัฒนาขึ้นที่ประเทศอังกฤษ ทรัพย์สินที่ถูกโอนไปหรือโดยบุคคลใด ๆ หรือบริษัทจะไม่ใช่เป็นการถือหรือโอนเพื่อประโยชน์ในการเป็นเจ้าของของบุคคลข้างต้น แต่เป็นการถือตามรูปแบบ trust ดังนั้น เจ้าของทรัพย์สินคือ trustee จะเป็นเจ้าของในทางกฎหมาย โดยจะเป็นผู้ถือทรัพย์สินเพื่อประโยชน์ของบุคคลที่ 3 ที่เรียกว่า beneficiaries สิทธิของ beneficiaries คือ สิทธิตามทรัพย์สิน และไม่ใช่สิทธิตามสัญญา trustee มีอำนาจที่จะขายทรัพย์สินได้ตามกฎเกณฑ์ที่รองรับการจัดตั้ง trust ความรับผิดของ trustee ถูกจำกัดเพียงทรัพย์สินในกอง trust และ trustee จะมีสิทธิที่จะไม่ต้องชดใช้ค่าเสียหายในทรัพย์สินในกอง trust สำหรับความรับผิดใด ๆ ที่เกิดขึ้นเนื่องจากการดำเนินการปกติของธุรกิจ โดยปกติ beneficiaries ไม่ต้องมีความรับผิดสำหรับการทำสัญญาให้ trustee เข้ามาดำเนินการ

ถ้า trustee ล้มละลายแล้วกองทรัพย์สินก็ไม่ได้เป็นส่วนสินทรัพย์ของ trustee ที่จะสามารถไปแจกจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ของ trustee ได้ trustee มีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของ beneficiaries ซึ่งมีความเข้มงวดกว่าหน้าที่ในการเป็นตัวแทน อย่างไรก็ดี กฎหมายทั่วไปซึ่งบัญญัติแนวทางที่ trustee ต้องทำนั้นทำให้เกิดเครื่องมือการจัดตั้ง trust ผันแปรไปได้หลายแบบ

ในประเทศที่ใช้ Civil Law หลายแห่ง ได้มีการจัดตั้ง trust ตามแนวความคิดเรื่องตัวแทน รวมทั้งสิทธิที่สร้างขึ้นเพื่อประโยชน์ของบุคคลที่ 3 ความแตกต่างที่สำคัญประการหนึ่งของกฎหมายดังกล่าว คือ สัญญาที่ทำโดยตัวแทนจะบังคับให้มีความรับผิดต่อตัวการ (ผู้ถือประโยชน์) ในขณะที่สัญญาที่ทำโดย trustee มักจะไม่มีข้อบังคับกับตัวผู้ก่อตั้ง trust หรือตัว beneficiaries นอกจากนี้ สถานะที่ตัวแทนซึ่งถือทรัพย์สินเพื่อตัวการเกิดภาวะล้มละลายก็มักจะยังไม่มีความชัดเจนในการตีความ แม้ว่าในประเทศที่ใช้ Civil Law จะมีกฎเกณฑ์คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ลงทุนซึ่งเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ตัวแทนเป็นผู้ถือไว้ให้

ในประเทศที่ใช้กฎหมาย Common Law กองทุนรวมซึ่งใช้รูปแบบ trust ด้วย trustee จะเป็นผู้ถือสิทธิตามกฎหมายในทรัพย์สินของกอง trust เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยจะแต่งตั้งผู้จัดการกองทุนเพื่อดูแลการซื้อขายทรัพย์สินของกองทุน สำหรับกองทุนรวมในประเทศไทยก็มีรูปแบบค่อนข้างเหมือน trust แม้ว่ากฎหมายที่รองรับในบางเรื่องจะยังไม่ได้รับการพัฒนาดีนัก ทรัพย์สินของกองทุนรวมจะถูกจดทะเบียนไว้ในชื่อของกองทุน ดังนั้น จึงไม่ได้รับผลกระทบจากการล้มละลายของผู้จัดการกองทุนซึ่งบริหารทรัพย์สินแทนผู้ถือหน่วยลงทุน

สำหรับประเทศไทยความแตกต่างระหว่าง trust และกองทุนรวมจะขึ้นกับประกาศ ก.ล.ต. ดังปรากฏต่อไปนี้

1.1 เนื่องจากกองทุนรวมได้จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายเฉพาะ จึงไม่มีขอบเขตอำนาจเท่าเทียมกับ trust เช่น กองทุนรวมถูกจำกัดการลงทุนในขณะที่ trust ไม่ถูกจำกัด

1.2 โครงสร้างกฎหมายของไทยค่อนข้างเข้มงวด และมีต้นทุนการจัดการสูง เนื่องจากต้องจัดให้มีการว่าจ้างผู้จัดการกองทุนและผู้เก็บรักษาทรัพย์สิน

1.3 trust สามารถจ่ายคืนเงินให้แก่ beneficiaries ตามเวลาที่กำหนดในสัญญา trust ส่วนกองทุนรวมจะมีหลักการในเรื่องจำนวน เงินต้น และเงินปันผล ซึ่งต้องนำไปแจกจ่ายผลกำไรออกไปในกรณีของการทำ securitization ในรูปแบบกองทุนรวม ดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกหนี้ก็จะไปใช้ชำระคืนเงินต้นที่ผู้ถือหน่วยได้ลงทุนไว้

1.4 trust จะมีความยืดหยุ่นในการดำเนินการ โดยจะไม่ค่อยมีข้อจำกัดในการจัดสรรแหล่งรายได้ และมีการสร้างผลตอบแทนได้ในหลาย ๆ รูปแบบ ทั้งนี้ ในส่วนกองทุนรวม เนื่องจาก ก.ล.ต. ต้องให้ความเห็นชอบแผนการต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องทดสอบแผนการในทางปฏิบัติก่อนการจัดตั้งว่าความยืดหยุ่นนั้นเป็นไปได้สำหรับกองทุนรวมในไทยมากน้อยเพียงใด

1.5 ปัจจุบันกองทุนรวมไม่ได้รับอนุญาตให้กู้ยืมหรือก่อหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต จึงเป็นการยากสำหรับกองทุนรวมที่จะสร้างสภาพคล่องอื่นใดนอกเหนือจากการทำ overcollateralisation นอกจากนี้ สถานะการทำ hedging ของกองทุนรวมก็ยังไม่ชัดเจนทั้งหมด

ในการนำบัญชีบัตรเครดิตมาทำ securitization โดยให้กองทุนรวมเป็น SPV อาจต้องพิจารณาหลักการของ trust ที่มีความยืดหยุ่นมาประยุกต์ใช้ กล่าวคือ ในการนำบัตรเครดิตมาทำ securitization จะมีการโอนบัญชีบัตรเครดิตจำนวนมากให้แก่ SPV ซึ่งจะมีการโอนหมุนเวียนกันเป็นช่วงเวลา เช่น 3 หรือ 5 ปี ในระหว่างช่วงเวลาที่หมุนเวียนอยู่นั้น ผู้ถือบัตรเครดิตจะใช้เงินล่วงหน้าตามวงเงินในบัตร อย่างไรก็ดี อาจเป็นไปได้ที่ผู้ถือบัตรจ่ายคืนเงินน้อยกว่าจำนวนเงินที่ใช้ไป หรือยังมียอดค้างชำระในบัตรอยู่ซึ่งอาจเป็นจำนวนเงินที่มากกว่าจำนวนที่ SPV รับโอนบัญชีบัตรเครดิตมา จำนวนเงินส่วนเกินนี้จะต้องถูกใช้คืนให้แก่ originator ดังนั้น ดอกเบี้ยของ orignator และ SPV จะผันแปรไปตลอดเวลาตามประมาณยอดค้างชำระของบัญชีบัตรเครดิต

หลักการของ trust จะสามารถนำมาใช้ได้ในกรณีนี้ โดยจะโอนบัญชีบัตรเครดิตมาให้แก่ trust และดอกเบี้ยของ originator และ SPV ภายใต้ trust ก็จะผันผวนไปตามยอดค้างชำระของบัญชี ซึ่งแต่ละฝ่ายเป็นผู้ให้สินเชื่อ โครงสร้างในลักษณะเดียวกันนี้อาจปรับใช้กับกองทุนรวมเพื่อให้สามารถนำบัตรเครดิตมาทำ securitization ในประเทศไทยได้

2. <u>การกำหนดหลักการและการนำ trust มาใช้ในธุรกรรม securitization ในประเทศที่ใช้ Civil Law (ปัญหาและแนวทางแก้ไข)</u>

ประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศเดียวในระบบกฎหมาย Civil Llaw ที่มีกฎหมาย trust เป็นการเฉพาะ รูปแบบ trust มิได้ใช้ในการแก้ไขปัญหาเป็นการเฉพาะในญี่ปุ่น ทั้งนี้ ภายใต้กฎหมาย SPV ของญี่ปุ่น จะจัดตั้ง SPV ได้ทั้งในรูปแบบบริษัท trust และห้างหุ้นส่วน

ในการทำ securitization ในระดับสากล originator จะโอนสินทรัพย์ไปยัง trust company และจะได้รับดอกเบี้ยจาก trust ตอบแทนกลับมา trust company จะขาย senior trust ให้แก่ SPV อีกราย ซึ่งจะจัดหาเงินทุนมาซื้อสินทรัพย์โดยการออกหุ้นกู้ขายต่างประเทศ และ trust company จะเป็นผู้ถือ junior trust ไว้เอง ดังนั้น จึงอาจเป็นไปได้ที่จะใช้รูปแบบนี้กับกรณี SPV ที่เป็นบริษัท ไม่จำเป็นต้องเป็น trust เท่านั้น

สาเหตุของการนำโครงสร้าง trust มาใช้มี 2 ประการคือ

2.1 เพื่อได้รับยกเว้นภาษี

2.2 เพื่อสร้างความเชื่อมมั่นของผู้ลงทุนซึ่งมักต้องการให้ trust company เป็นผู้ถือบัญชีลูกหนี้มากกว่าให้ SPV ที่เป็นบริษัทเป็นผู้ถือ เนื่องจาก SPV ดังกล่าวจะถูก originator ควบคุมได้อยู่ดี

อย่างไรก็ดี จะต้องมีค่าใช้จ่ายในการจ้าง trust company เข้ามาทำ securitization ซึ่งแพงกว่าการใช้ SPV ที่เป็นบริษัท นอกจากนี้ ในญี่ปุ่นก็ยังมีปัญหาเรื่อง commingling risk อยู่แม้จะใช้รูปแบบ trust ก็ตาม

3. <u>การใช้หลักการของ trust ในธุรกรรม securitization</u>

มีสถานการณ์หลายอย่างที่สามารถนำรูปแบบ trust มาใช้ในธุรกรรม securitization ดังนี้

3.1 trust สามารถถือทรัพย์สินและหลักประกันเพื่อประโยชน์ของ beneficiaries ทั้งปวง

<u>ตัวอย่างที่ 1</u> การถือหลักประกันไว้เพื่อเจ้าหนี้หุ้นกู้ swap connterparties, servicer และ liquidity ptovider)

ภายใต้กฎหมายไทยมีแนวความคิดเรื่อง ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งก็ยังมีอำนาจหน้าที่จำกัด โดยเป็นเพียงผู้รับจดจำนองหลักประกันต่าง ๆ นอกจากนี้ ยังไม่มีความชัดเจนว่า ผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้สามารถกระทำการในฐานะผู้แทนของผู้ถือหุ้นกู้ทั้งปวงในการประสานงานกับบุคคลอื่น เช่น SPV และ servicer ได้

<u>ตัวอย่างที่ 2</u> เงื่อนไขของ trust ได้กำหนดว่าสิ่งใด ๆ ที่จำเป็นต่อการจ่ายชำระหนี้สินจะต้องถูกโอนไปให้ SPV และเมื่อมีผลประโยชน์คงเหลือก็จะถูกโอนจ่ายคืน originator โดย trust จะไม่มีภาระภาษีใด ๆ

3.2 trust ช่วยให้บุคคลหนึ่ง ๆ ยังได้รับผลประโยชน์ในทรัพย์สินที่มิได้อยู่ในชื่อของตนเอง

ตัวอย่างในกรณีนี้คือใช้ trust สำหรับบัญชีธนาคารของ originator ซึ่งมีผลให้ SPV สามารถเรียกร้องเงินคืนจากบัญชีดังกล่าวแม้ originator จะล้มละลายก็ตาม

<u>บทที่ 11</u> กฎระเบียบทางด้านสถาบันการเงิน

ประเด็นพิจารณาในด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการที่สินทรัพย์ยังอยู่ในบัญชี (on balance sheet) หรือตัดออกจากบัญชี (off balance sheet) ของ originator เป็นเรื่องที่ผู้ทำธุรกรรมให้ความสำคัญ เนื่องจากจะมีผลต่อกำไรขาดทุนจากการโอนสินทรัพย์ ธปท. ได้มีกฎระเบียบในเรื่องดังกล่าวบังคับต่อธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนในประเทศ ทั้งนี้ มีแนวปฏิบัติในตลาดสหรัฐอเมริกาที่เหมาะสมที่อาจนำมาปรับใช้กับประเทศไทยในประเด็นต่าง ๆ ดังนี้

11.1 <u>น้ำหนักความเสี่ยงสำหรับการนำสินทรัพย์มาทำ Securitization</u>

ในสหรัฐอเมริกา การกำหนดการดำรงเงินกองทุนโดยอิงตามน้ำหนักความเสี่ยงจะมีลักษณะที่กระทบต่อการทำ securitization ของสถาบันการเงินใน 3 ลักษณะคือ

- น้ำหนักความเสี่ยงถูกโอนจากเงินกู้ไปยังหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน (asset-backed securities : ABS) และสินทรัพย์อื่นที่เกี่ยวข้องกับการทำ securitization ซึ่งสถาบันการเงินได้เป็นผู้ลงทุน
- สถาบันการเงินผู้โอนสินทรัพย์แบบให้สิทธิไล่เบี้ยถูกกำหนดให้ต้องดำรงเงินกองทุนที่สามารถรองรับความเสี่ยงในสินทรัพย์ที่โอนไปด้วย
- ธนาคารพาณิชย์ที่ทำ credit enhancement ให้กับ ABS โดยการออก letter of credit หรือโดยวิธีอื่นใดจะต้องดำรงเงินกองทุนที่สามารถรองรับความเสี่ยงดังกล่าวด้วย

เมื่อวันที่ 3 มิถุนายน 2542 Bank for International Settlements (BIS) ได้เผยแพร่ร่างแนวทางการพิจารณาเรื่องความเพียงพอของเงินกองทุนเพื่อใช้แทนกฎเกณฑ์ของ BIS เดิม ทั้งนี้ ข้อเสนอของ BIS ได้กำหนดอัตราการดำรงเงินกองทุนไว้ ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงจากการลงทุนใน ABS โดยจะใช้ผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (rating) โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (CRA) เป็นตัวช่วยกำหนดน้ำหนักความเสี่ยงของการลงทุนใน ABS ดังนี้

(1) rating AAA หรือ AA^-	มีน้ำหนักความเสี่ยง	20%
(2) rating A^+ ถึง A	มีน้ำหนักความเสี่ยง	50%
(3) rating BBB^+ ถึง BBB^-	มีน้ำหนักความเสี่ยง	100%
(4) rating BB^+ ถึง BB^-	มีน้ำหนักความเสี่ยง	150%
(5) rating B^+ หรือต่ำกว่าหรือไม่มี rating จะต้องถูกหักออกจากส่วนทุน		

11.2 <u>ข้อเสนอแนะสำหรับประเทศไทย</u>

มีข้อเสนอแนะว่า ไทยควรใช้ผล rating ของตราสาร securitization เป็นตัวกำหนดน้ำหนักความเสี่ยงของการลงทุนใน ABS หรือ MBS ของสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นไปตามข้อเสนอของ BIS และ

มีข้อเสนอแนะสำหรับการขายสินทรัพย์แบบให้สิทธิหรือไม่ให้สิทธิไล่เบี้ย (with or without recourse) ดังนี้

11.2.1 <u>การลงทุนในตราสาร ABS และ MBS</u>

ประเทศไทยอาจใช้แนวปฏิบัติเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกาคือ ควรกำหนดว่า

- ถ้าตราสาร MBS ได้รับการค้ำประกันโดยประเทศ ควรให้มีน้ำหนักความเสี่ยงเป็น 0%
- ถ้าตราสาร MBS ได้รับการค้ำประกันโดยหน่วยงานตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยของรัฐ เช่น SMC ควรให้มีน้ำหนักความเสี่ยง 20%
- ถ้าตราสาร MBS ที่ไม่ได้รับการค้ำประกันโดย SMC ควรให้น้ำหนักความเสี่ยง 50%

นอกจากนี้ ธปท. อาจนำข้อเสนอของ BIS มาประยุกต์ใช้ โดยให้นำผล rating จาก CRA อย่างน้อย 2 แห่ง (CRA ไทย และ CRA ต่างประเทศอย่างละ 1 แห่ง) มาใช้อ้างอิงในการกำหนดน้ำหนักความเสี่ยงสำหรับการลงทุนในตราสาร MBS และ ABS ดังนี้

(1) ได้รับ rating AAA หรือ AA^- จาก CRA 2 แห่ง โดย CRA แห่งหนึ่งต้องเป็นรายใดรายหนึ่งดังนี้ คือ S&P หรือ Moody's หรือ Fitch IBCA หรือ BankWatch หรือ Duff & Phelps ตราสารดังกล่าวควรมีน้ำหนักความเสี่ยง 20%

(2) ได้รับ rating A^+ ถึง A^- ให้มีน้ำหนักความเสี่ยง 50%

(3) ได้รับ rating ต่ำกว่า A^- หรือไม่ได้จัด rating เลย ให้มีน้ำหนักความเสี่ยง 100%

ทั้งนี้ ในกรณีที่ผล rating จาก CRA 2 แห่ง มีน้ำหนักความเสี่ยงต่างกัน ควรกำหนดให้ใช้น้ำหนักความเสี่ยงที่ได้จากผล rating ที่ต่ำกว่า

ตัวอย่างในการคำนวณเงินกองทุนโดยอิงน้ำหนักความเสี่ยง

- ธนาคารลงทุนใน MBS จะต้องดำรงเงินกองทุน 8% แต่ถ้าให้สินเชื่อโดยตรงจะต้องดำรงเงินกองทุน 4%
- ถ้าธนาคารมี port ลงทุน 80% ใน MBS ที่มีน้ำหนักความเสี่ยง 20% และลงทุน 20% ในตราสารอื่นที่มีน้ำหนักความเสี่ยง 100% ธนาคารจะดำรงเงินกองทุนลดลงจาก 4% เหลือ 2.88% (0.8x0.2x0.08+0.2x0.08)

จากตัวอย่างข้างต้นอัตราการดำรงเงินกองทุนของสถาบันการเงินจะขึ้นกับลักษณะความเสี่ยงและผล rating ของตราสาร

11.2.2 <u>การขายสินทรัพย์แบบให้สิทธิหรือไม่ให้สิทธิไล่เบี้ย (with หรือ without recourse)</u>

ธปท. จำเป็นต้องพัฒนาเกณฑ์ปฏิบัติสำหรับความเพียงพอของเงินกองทุนสำหรับการขายลูกหนี้หรือสินทรัพย์แบบให้สิทธิหรือไม่ให้สิทธิไล่เบี้ย โดยให้พิจารณาจากความเสี่ยง และ

แนวปฏิบัติในทางบัญชี จึงมีข้อเสนอแนะที่อ้างอิงตามแนวทางบัญชีว่า

- ถ้าไม่มี recourse กลับมายังผู้ขาย ก็ไม่ต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ที่ขายไป
- ถ้ามี recourse กลับมายังผู้ขาย ก็จะต้องดำรงเงินกองทุนสำหรับสินทรัพย์ที่ขาย แม้ว่าสินทรัพย์นั้นจะถูกตัดออกจากบัญชีของผู้ขายไปแล้ว
- ถ้าจำนวน recourse น้อยกว่าหรือสูงกว่าจำนวนเงินกองทุนที่รองรับสินทรัพย์ก่อนที่จะขายไปแล้ว จำนวนเงินกองทุนที่ต้องดำรงไว้ภายหลังการขายสินทรัพย์ควรจะถูกจำกัดให้ต่ำกว่าหรือสูงกว่าตามจำนวน recourse แล้วแต่กรณี

11.3 <u>ข้อเสนอแนะอื่น</u> มีข้อเสนอแนะเพิ่มเติม 3 ประการคือ

11.3.1 จากข้อกำหนดของ ธปท. ในเรื่องที่อนุญาตให้สถาบันการเงินสามารถทยอยตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) นั้น ควรให้ใช้ได้กับกรณีสถาบันการเงินขายลูกหนี้เงินกู้เพื่อวัตถุประสงค์ในการทำ securitization ด้วย เพื่อเพิ่มแรงจูงใจในการทำธุรกรรม ทั้งนี้เนื่องจากปัจจุบันหากสถาบันการเงินขายลูกหนี้เงินกู้ออกไป จะต้องตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญทั้งจำนวนซึ่งต้องรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายจำนวนมากในครั้งเดียว แทนที่จะเก็บลูกหนี้เงินกู้ไว้และทยอยรับรู้ค่าใช้จ่ายไปเรื่อย ๆ

11.3.2 หน่วยงานทางการควรพิจารณาออกแนวทางเรื่องขีดจำกัดสำหรับความไม่สอดคล้องในเรื่องระยะเวลาของสินทรัพย์และหนี้สิน ซึ่งจะสามารถลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยได้ ตัวอย่างเช่น กำหนดให้สถาบันการเงินต้องจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวให้มีจำนวนที่สอดคล้องกับหนี้สินระยะยาว

11.3.3 หน่วยงานกำกับดูแลควรพัฒนาระบบและกระบวนการตรวจสอบสถาบันการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องการให้บริการเรียกเก็บหนี้ สถาบันการเงินที่ให้บริการดังกล่าวต้องมั่นใจว่า นโยบายการดำเนินการและระบบงานของตนจะไม่ล้มเหลวอันทำให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้ ทั้งนี้ ธปท. อาจขอแลกเปลี่ยนประสบการณ์กับหน่วยงานกำกับดูแลของสหรัฐอเมริกาซึ่งได้พัฒนาระบบและกระบวนการตรวจสอบในเรื่องดังกล่าวไว้ เช่น มีการกำหนดสาเหตุที่เป็นไปได้ที่ทำให้การทำธุรกรรม securitization ล้มเหลวและมาตรการที่จะลดผลกระทบจากความล้มเหลวดังกล่าว การกำหนดแนวทางการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดจากการทำธุรกรรม การแสดงได้ว่าตัวแทนเรียกเก็บหนี้สามารถจัดทำรายงานที่มีคุณภาพที่แสดงถึงผลการดำเนินการเรียกเก็บหนี้ การผิดนัดชำระหนี้ การจ่ายคืนเงินต้นก่อนกำหนด เป็นต้น

นอกจากนี้ ควรกำหนดให้สถาบันการเงินแยกบัญชีเรียกเก็บหนี้เพื่อ SPV ออกจากบัญชีปกติที่เป็นของสถาบันการเงินนั้นด้วย เนื่องจากหากเกิดกรณีสถาบันการเงินล้มละลาย เงินในบัญชีเรียกเก็บหนี้ดังกล่าวจะได้รับความคุ้มครองในระดับหนึ่งที่จะไม่ถูกนำเข้าไปรวมไว้ในกองทรัพย์สินล้มละลายของสถาบันการเงินนั้น

<u>บทที่ 12</u> บทบาทของภาครัฐและเอกชน

ในสหรัฐอเมริกาภาครัฐมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย โดยการสนับสนุนให้ก่อตั้งหน่วยงานด้านตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย และสนับสนุนบทบาทในตลาดทุน โดยผ่านมาตรการต่าง ๆ รวมทั้งการกำหนดให้ตราสารที่หน่วยงานดังกล่าวเป็นผู้ออกมีน้ำหนักความเสี่ยงต่ำ ประเทศไทยอาจใช้แนวทางในลักษณะเดียวกับสหรัฐอเมริกาได้

12.1 <u>บทบาทของหน่วยงานตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยในสหรัฐอเมริกา</u>

ที่ผ่านมารัฐได้สนับสนุนให้จัดตั้งหน่วยงานที่เรียกว่า Fannie Mae, Freddie Mac และ Ginnie Mae เพื่อให้เป็นศูนย์กลางในการพัฒนาและสร้างเสถียรภาพในตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัย ปัจจุบันทั้ง 3 หน่วยงานข้างต้นได้ซื้อลูกหนี้เงินกู้ที่อยู่อาศัยประมาณครึ่งหนึ่งของเงินกู้ที่อยู่อาศัยทั้งหมด และเป็นหน่วยงานหลักที่ออกตราสาร MBS ในสหรัฐอเมริกา โดยมีเป้าหมายในการสร้างเสถียรภาพในตลาด เพิ่มคุณภาพความน่าเชื่อถือและสภาพคล่องในการลงทุนในเงินกู้ที่อยู่อาศัย

หน่วยงานข้างต้นมีการดำเนินงานในลักษณะไม่หวังผลกำไร โดยจะส่งผ่านต้นทุนการจัดหาเงินที่ต่ำกว่าไปยังผู้กู้ซื้อที่อยู่อาศัย ในขณะที่ยังคงมีกำไรเหลือไปให้ผู้ถือหุ้นทั้งภาครัฐและเอกชน มีการพัฒนาตราสารใหม่ ๆ สร้างมาตรฐานการให้สินเชื่อและการจัดเก็บเอกสาร กำหนดขนาดเงินกู้สูงสุด และมูลค่าเงินกู้ต่อมูลค่าหลักประกันที่เหมาะสม การสร้างมาตรฐานต่าง ๆ เหล่านี้เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนในตราสาร MBS

ปัจจุบันตลาดรองเงินกู้ดังกล่าวได้พัฒนามาจนถึงยุคที่ตราสาร MBS ของเอกชนเข้ามามีบทบาทในตลาดมากขึ้น เงินกู้ต่าง ๆ ที่มีรูปแบบที่ไม่เป็นไปตามมาตรฐานของหน่วยงานตลาดรองของรัฐข้างต้น ก็ยังสามารถนำมาจัดหาเงินทุนในตลาดรองเงินกู้ที่อยู่อาศัยในลักษณะที่เป็นตราสาร MBS ของเอกชนที่ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้โดยเปรียบเทียบกับตราสาร MBS ภาครัฐ ทั้งนี้ภาคเอกชนได้ขยายตลาดไปในพวกเงินกู้ที่มีความเสี่ยงสูง เงินกู้ที่จดจำนองอันดับสอง เป็นต้น ตราสาร MBS ของเอกชนเป็นตัวผลักดันให้หน่วยงานตลาดรองของรัฐเพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันและการบริการ

12.2 <u>บทบาทของภาครัฐในการทำ securitization สินทรัพย์ที่ไม่ใช่เงินกู้ที่อยู่อาศัยในสหรัฐอเมริกา</u>

ภาครัฐมิได้มีบทบาทหลักในการพัฒนาตลาดตราสาร ABS ที่มีหลักประกันเป็นสินทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่เงินกู้ที่อยู่อาศัย โดยเป็นผู้ให้การสนับสนุนอยู่ห่าง ๆ แต่ให้ภาคเอกชนเป็นผู้มีบทบาทหลักในการขยายตลาดตราสาร ABS โดยในช่วงปี ค.ศ. 1990 ตลาดตราสาร ABS ในสหรัฐอเมริกาเริ่มขยายตัวมากขึ้น เริ่มตั้งแต่การที่รัฐได้ก่อตั้ง Resolution Trust Corporation (RTC) เพื่อดำเนินการขายหนี้เสียมูลค่าหลายร้อยพันล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา RTC ได้ทำ securitization โดยการขาย port เงินกู้ของบริษัทเงินทุนที่ล้มเหลวในการดำเนินงาน และจัดให้มีการออกตราสารประเภท commercial MBS เป็นจำนวนมาก ในช่วงระหว่าง 10 ปีที่ผ่านมาได้มีการผลักดันกฎระเบียบต่าง ๆ รองรับการทำ securitization การอนุญาตให้จัดตั้ง financial asset securitization investment trust (FASITs) การพัฒนาตราสาร collateralized mertgage obligation (CMOs) ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีเงินกู้จำนองเป็นประกัน โดยมีการออกในหลายประเภทตามความช้าเร็วในการจ่ายคืนดอกเบี้ย การแก้ไขปัญหาภาษีโดยออกกฎเกณฑ์ REMICs ซึ่งอนุญาตให้ผู้ออกตราสารสามารถออกตราสารที่รับเฉพาะผลประโยชน์ในกระแสรายได้ที่เหลือจากการจ่ายคืน senior bond โดยยังสามารถตัดลูกหนี้ที่ขายออกไปจากบัญชีของผู้ขายได้โดยไม่ต้องมีภาระภาษีเพิ่ม และต่อมาก็ได้มีกฎเกณฑ์ภาษีเพิ่มเติมในปี ค.ศ. 1993 ถือกฎ FASITs ซึ่งให้ผู้ออกตราสาร ABS เป็นนิติบุคคลที่ปลอดภาษี และตราสาร ABS จะถูกถือเป็นหนี้เพื่อวัตถุประสงค์ทางภาษี อย่างไรก็ดี กฎเกณฑ์ FASITs ในปัจจุบันก็ยังคงมีความไม่ชัดเจนอยู่บ้าง โดยเฉพาะเมื่อมีการออกตราสาร ABS ในรูปแบบใหม่อื่น ๆ

12.3 <u>มุมมองในการพัฒนาธุรกรรมในประเทศไทย</u>

การทำธุรกรรมดังกล่าวในประเทศสมาชิก OECD และตลาดเกิดใหม่มักจะขึ้นกับผลประโยชน์ที่ originator และผู้ลงทุนจะได้รับ ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์มีเงินทุนมากและกำไรสูง และตลาดทุนมีการพัฒนาอย่างช้า ๆ การยอมรับในการทำธุรกรรม securitization จะต่ำ

สำหรับในประเทศไทยที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน ทำให้สถาบันการเงินไทยอ่อนแอ ก็จะมีเสียงสะท้อนจากตลาดที่ยอมรับให้มีการทำ securitization ในประเทศไทย และเน้นให้หน่วยงานกำกับดูแลและภาคการเงินพิจารณาว่า ปัจจัยพื้นฐานที่มีอยู่ในปัจจุบันควรต้องปรับปรุงหรือไม่ ที่ผ่านมาภาครัฐก็ได้เป็นแนวหน้าในการพัฒนากรอบการทำ securitization เพื่อรองรับเมื่ออุปสงค์ในตลาดมีมากขึ้น