

บทที่ 3

มาตรการทางกฎหมายเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

ในบทนี้จะมุ่งศึกษาถึงประวัติความเป็นมา พัฒนาการ และกฎหมายที่ใช้บังคับกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของประเทศต่าง ๆ ได้แก่ สหรัฐอเมริกาและอังกฤษ อันเป็นประเทศต้นกำเนิดและล้วนเป็นประเทศที่พัฒนาแล้วและทำธุรกรรมดังกล่าวประสบความสำเร็จจนเกิดประโยชน์แก่เศรษฐกิจของประเทศนั้นมาแล้ว ทั้งนี้เพื่อเป็นพื้นฐานการวิเคราะห์ศึกษาปัญหากฎหมายและแนวทางการปรับปรุงแก้ไขพระราชกำหนดนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ พ.ศ. 2540 ที่จะศึกษาในบทที่ 4 ต่อไป โดยจะขอกล่าวเป็นลำดับดังนี้

1. ประเทศสหรัฐอเมริกา

1.1 ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สหรัฐอเมริกาคือเป็นประเทศต้นกำเนิดของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยเริ่มจากเกิดเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่เมื่อปี ค.ศ. 1929 ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ตลอดจนธุรกิจหลักทรัพย์เสียหายอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งขณะนั้นยังไม่ได้แยกธุรกิจธนาคารกับธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากกันจึงทำให้ธุรกิจธนาคารได้รับผลเสียหายไปด้วย ต่อมารัฐบาลสหรัฐอเมริกาจึงตรากฎหมายที่เรียกว่า “the Glass-Steagall Act” เพื่อแยกธุรกิจหลักทรัพย์ออกจากธนาคาร รวมทั้งจัดตั้งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเพื่อควบคุมดูแลธุรกิจหลักทรัพย์โดยตรง โดยในระยะแรก ๆ Thrift หรือ Saving and Loan Associations (S&L) องค์กรที่มีบทบาทมากที่สุดในตลาดเงินกู้ซื้อบ้านอันมีหน้าที่รับฝากเงินและให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยยังคงมีกำไรจากเครดิตเงินฝากแต่ต่อมาปรากฏว่ากำไรกลับลดลงเนื่องจากมีกฎหมายออกมานุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เสนออัตราดอกเบี้ยเงินฝากสูงและจูงใจผู้ฝากเงินรายย่อยมากกว่าทำให้ผู้ฝากเงินเหล่านั้นหันไปฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์แทน ดังนั้นเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว หน่วยงานรัฐบาลสหรัฐอเมริกาซึ่งมีชื่อว่า Federal Housing Administration (FHA) โดยจัดตั้งขึ้นตาม the National Housing Act ปี ค.ศ. 1934 ได้เข้ามาทำหน้าที่ประกันหนี้ให้แก่ Thrift และได้ก่อตั้ง “FNMA or Fannie Mae: Federal National Mortgage Association” ขึ้นเพื่อเป็นตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยและช่วยเสริมสภาพคล่องมากขึ้น

ต่อมาในช่วงปี ค.ศ. 1960 สหรัฐอเมริกาประสบปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำมากและสถาบันการเงินเริ่มขาดสภาพคล่องเนื่องจากไม่สามารถให้บริการรับฝากเงินข้ามรัฐได้ ประกอบกับภาวะตลาดที่อยู่อาศัยและตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัยกำลังซบเซา ดังนั้นรัฐบาลสหรัฐอเมริกาจึงแก้ไขปัญหาดังกล่าวด้วยการปฏิรูปองค์กร FNMA ใหม่โดยแบ่งเป็น 2 ส่วนคือ “GNMA or Ginnie Mae: The Government

National Mortgage Association” และ “FHLMC or Freddie Mac: Federal Home Loan Mortgage Corporation” ทั้งนี้เพื่อทำหน้าที่ประกันเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่หลักทรัพย์ที่ออกโดย Farmers Home Administration (FHA) อันเป็นองค์กรบริการทางการเงินเพื่อหาที่อยู่อาศัยแก่เกษตรกรและชาวนา และ Veterans Administration (VA) อันเป็นองค์กรบริการทางการเงินเพื่อหาที่อยู่อาศัยแก่ทหารผ่านศึก ในที่สุดเมื่อราวปี ค.ศ. 1970 GNMA ได้ทำการแปลงสินเชื่อซื้อบ้านที่มีจำนองเป็นประกันไปเป็นหลักทรัพย์ (MBS: Mortgage-Backed Securities) เป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริกา¹ หลังจากนั้นอีก 15 ปีต่อมาประเภทสินทรัพย์ที่นำมาแปลงได้ขยายออกไปมากขึ้น ได้แก่ ลูกหนี้เงินกู้เช่าซื้อรถยนต์ ลูกหนี้บัตรเครดิตและอื่น ๆ จนทำให้การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาได้รับความนิยมนอย่างมากและทำกันอย่างแพร่หลายโดยถูกลดเคลื่อนไปใช้ในประเทศแถบยุโรปและเอเชียหลายประเทศซึ่งประเทศที่ประสบความสำเร็จ ได้แก่ อังกฤษ และฝรั่งเศส เป็นต้น²

1.2 กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายคอมมอนลॉว์ ดังนั้นจึงยังไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตามก็มีกฎหมายที่มาเกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวดังนี้ UCC: the Uniform Commercial Code, FBC : the Federal Bankruptcy Code of 1978, the Securities Act of 1933, the Securities and Exchange Act of 1934, the Trust Indenture Act of 1939 และ the Investment Company Act of 1940 โดยวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ไม่อาจอธิบายบทบัญญัติข้างต้นได้ทั้งหมด แต่จะศึกษาวิเคราะห์หลักกฎหมายที่สำคัญที่พอจะนำมาเป็นแนวทางแก้ไขปัญหากฎหมายตามพระราชกำหนดนี้ได้เท่านั้น โดยอาจนำมาแยกอธิบายได้ดังนี้

1.2.1 วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ (Method of Transfer of Assets)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกาได้ใช้วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรา 9 แห่ง UCC ซึ่งเป็นกฎหมายปัจจุบันกำหนดไว้ โดยทุก ๆ มลรัฐของสหรัฐอเมริกาได้รับรองให้ใช้บังคับได้ยกเว้นมลรัฐหลุยส์เซียนา กล่าวคือตามมาตรา 9-102 แห่ง U.C.C ได้กำหนดว่า “การโอนขายบัญชีลูกหนี้ (Account) หรือเอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) แต่ครั้งไม่ว่าโอนแบบให้เป็นหลักประกันหรือให้เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์เพื่อให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมาย (Perfection of Transfer)

¹John Henderson and Jonathan P. Scott, Securitization (England: Woohead-Faulkner Limited, 1988), p. 27.

²ING Barings, “What is Securitization?,” Asia Money (December 1997-January 1998) : 2 .

จำต้องยื่นหรือจดแจ้งเอกสารทางการเงิน(the Filing of UCC-1 Financing Statements) ที่สำนักงานเจ้าหน้าที่ของรัฐที่ทรัพย์สินประกันตั้งอยู่ โดยเอกสารดังกล่าวจะแสดงถึงสิทธิของผู้รับโอนและจะระบุชนิดสินทรัพย์ที่โอนเอาไว้ซึ่งช่วยแสดงว่าสินทรัพย์ตกแก่ผู้รับโอนแบบขายขาดแล้ว เนื่องจากทางปฏิบัติเป็นการยากที่จะวางกฎเกณฑ์ (Guidelines) การแบ่งแยกระหว่างการโอนแบบขายขาดหรือเป็นการกู้แบบมีประกัน และตามมาตรา 9-106 แห่ง U.C.C ได้กำหนดว่า “บัญชีลูกหนี้(Account) หมายถึง สิทธิใด ๆ ที่จะได้รับการชำระเงินจากการขายสินค้าหรือการให้เช่าหรือการบริการซึ่งไม่ปรากฏว่ามีหลักฐานแห่งหนี้หรือเอกสารใด ๆ” และตามมาตรา 9-105 (1)(b) แห่ง U.C.C ได้กำหนดว่า “เอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) หมายถึง สิทธิใด ๆ ที่จะได้รับการชำระเงินโดยมีเอกสารหลักฐานที่เป็นลายลักษณ์อักษร” และวัตถุประสงค์ของการยื่นหรือจดแจ้งเอกสารดังกล่าวเพื่อเป็นการบอกกล่าวการโอนสินทรัพย์นั้น(Notice)แก่บุคคลที่ 3 เพื่อให้บุคคลเหล่านั้นไม่เข้าใจผิดเกี่ยวกับกองสินทรัพย์นั้นและระบบดังกล่าวยังเปิดโอกาสให้บุคคลภายนอกซึ่งเป็นสาธาณชนสามารถตรวจสอบดูได้

ผลของการไม่ปฏิบัติตามวิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ข้างต้น มีดังนี้

1. หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้โอนขายสินทรัพย์อันเดียวกันไปยังผู้รับโอนหลายราย บริษัทเฉพาะกิจผู้รับโอนก่อนไม่อาจบังคับตามสิทธิที่ตนมีต่อผู้โอนขึ้นอ้างยันต่อผู้รับโอนรายหลังซึ่งยื่นหรือจดแจ้งเอกสารทางการเงินก่อนได้ โดยผู้รับโอนรายหลังนั้นมีสิทธิเหนือกองสินทรัพย์นั้นดีกว่า แม้จะรับโอนทีหลังก็ตาม (first in time, first in right) ตามมาตรา 9-312 (5) แห่ง U.C.C

2. บริษัทเฉพาะกิจไม่อาจอ้างยันสิทธิในสินทรัพย์ที่ตนรับโอนมาต่อบุคคลภายนอกได้ เช่น เจ้าหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในคดีล้มละลาย³

ณ ขณะนี้มาตรา 9 แห่ง U.C.C ข้างต้นถูกแก้ไขเพิ่มเติมแล้ว โดยทั้ง 50 มลรัฐตกลงยอมอนุวัติการตามเนื่องจากเห็นว่าเอื้ออำนวยต่อการทำธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนมากขึ้นและคาดว่าสามารถนำไปให้ธุรกรรมนี้ก้าวเข้าสู่ศตวรรษที่ 21 ได้ และมีผลใช้บังคับแล้วเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม ค.ศ. 2001 ที่ผ่านมาสำหรับ 46 มลรัฐ ส่วนอีก 4 มลรัฐจะมีผลใช้บังคับก่อนวันที่ 1 มกราคม ค.ศ. 2002⁴ โดยมีข้อแตกต่างระหว่างกฎหมายเก่าและกฎหมายใหม่ดังนี้

1) ชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้

ตามมาตรา 9-102 (1) แห่ง U.C.C ได้กำหนดชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้ไว้แคบกว่า ได้แก่ บัญชีลูกหนี้ (Accounts) หรือเอกสารแห่งหนี้(Chattel Paper) เท่านั้น

³Steven L. Schwarcz, “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States,” in *Asset Securitization*.(England: Basil Blackwell Ltd., 1991), pp. 31-32.

⁴“UCC Change Advances,” *Asset-Backed Alert* (16 July 2001) : 2.

ตามมาตรา 9-109 (3) แห่ง U.C.C (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้กำหนดขยายชนิดสินทรัพย์ที่โอนกันได้ไว้รวมเป็น 4 ชนิดดังนี้ 1. บัญชีลูกหนี้ (Accounts) 2. เอกสารแห่งหนี้ (Chattel Paper) 3. สิทธิที่จะได้รับชำระหนี้จากทรัพย์สินอันคำนวณเป็นตัวเงินได้ (Payment Intangible) 4. คำสัญญาใช้เงิน (Promissory Notes)

2) สถานที่ยื่นเอกสารทางการเงิน

ตามมาตรา 9-103(3) แห่ง U.C.C ได้กำหนดให้ยื่น ณ สถานที่ที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือสินทรัพย์ตั้งอยู่ ในทางปฏิบัติได้เกิดปัญหาว่า สถานที่ใดที่ถือว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตั้งอยู่และกรณีที่สินทรัพย์มีลักษณะจับต้องไม่ได้ หรือสามารถเคลื่อนที่ได้จะถือว่าที่ใดเป็นที่ยื่นเอกสารดังกล่าว

ตามมาตรา 9-307 แห่ง U.C.C (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้แก้ไขปัญหาดังข้างต้น โดยกำหนดว่าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายรัฐใด ให้ถือว่ายื่นเอกสารดังกล่าวที่รัฐนั้น เช่น หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์จดทะเบียนเป็นนิติบุคคลตามกฎหมายรัฐ Delaware ต้องยื่นเอกสารดังกล่าวที่รัฐ Delaware โดยไม่คำนึงถึงสินทรัพย์หรือสถานที่ประกอบธุรกิจของผู้จำหน่ายสินทรัพย์อีก

3) การผสมปนเปกของสินทรัพย์

ตามมาตรา 1-201 (22) แห่ง U.C.C ได้กำหนดว่า เมื่อผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจย่อมสูญเสียกระแสรายได้จากสินทรัพย์ที่รับ โอนมาเนื่องจากเกิดการผสมปนเปกของสินทรัพย์นั้นกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เมื่อพิจารณาบทบัญญัตินี้ จะเห็นได้ว่าบริษัทเฉพาะกิจย่อมไม่ได้รับความยุติธรรมเนื่องจากอันที่จริงผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่ใช่เจ้าของสินทรัพย์นั้นแล้วและถือว่าจำกัดการโอนสินทรัพย์ที่สมบูรณ์ลงเพียงแต่เกิดการผสมปนเปซึ่งอาจทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์จงใจหรือเจตนาผสมปนเปดังกล่าวทำให้บริษัทเฉพาะกิจต้องได้รับความเสียหายได้

ตามมาตรา 9-306 (1) แห่ง U.C.C (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้แก้ไขปัญหาดังข้างต้น โดยกำหนดขยายว่าความสมบูรณ์ของการ โอนสินทรัพย์ยังคงมีอยู่ต่อไป หลังจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายและถือว่าไม่มีการผสมปนเปกของสินทรัพย์กัน

4) นอกจากนั้นมาตรา 9 แห่ง U.C.C (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ยังช่วยลดกระดาษและใช้ระบบคอมพิวเตอร์แทนในการยื่นเอกสารดังกล่าว (electronic filings of financing statements) อีกด้วย⁵

⁵Steven L. Schwarcz, "the Impact on Securitization of Revised UCC Article 9," *Chicago-Kent Law Review* 74, No. 947 (1999): 947-956.

1.2.2 สิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Flow Receivables)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคตหรือที่เรียกว่า “สินทรัพย์ในอนาคต” (Future Flow-Backed Securities) หมายถึง การยอมให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์นำสินทรัพย์ซึ่งจะเกิดขึ้นในอนาคตค้ำประกันล่วงหน้าแน่นอนมาเป็นประกันหลักทรัพย์ที่ออกขายแก่ผู้ลงทุน โดยการชำระหนี้ตามหลักทรัพย์ขึ้นกับความสามารถของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่จะก่อให้เกิดรายได้ได้อย่างต่อเนื่อง โดยสามารถแยกเป็น 3 ชนิดดังนี้⁶

1. Export Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากการส่งออกสินค้าต่าง ๆ ไม่ว่าสินค้านั้นเป็นโภคทรัพย์ (Commodities Goods) เช่น น้ำมัน แก๊ส เหล็ก กาแฟ ทองแดง หรือสินค้านำเข้า (Manufactured Goods) เช่น รองเท้าและ สิ่งทอ เป็นต้น

2. Financial Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากธุรกรรมการเงิน เช่น ค่าธรรมเนียมการใช้บัตรเครดิต หรือรายได้จากการทำงานต่างประเทศ เป็นต้น

3. Other Services Future Flow Receivables คือ สินทรัพย์ในอนาคตที่เกิดจากธุรกรรมบริการต่าง ๆ เช่น ค่าผ่านทาง ค่าใช้สนามบิน ค่าใช้โทรศัพท์ หรือโครงการสาธารณูปโภค เป็นต้น

ลักษณะการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคตเกิดมี 2 กรณี คือ⁷

กรณีที่ 1 สินทรัพย์ในอนาคตแบบผสม หมายถึง เป็นกรณีที่เกิดขึ้นแล้วขณะทำสัญญาโอนขายลูกหนี้ (Existing Receivables) แต่ยังมีหนี้ที่ยังไม่เกิดขึ้นอีกส่วนหนึ่งแต่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Receivables) เช่น ลูกหนี้บัตรเครดิตซึ่งมีลักษณะเกิดขึ้นหมุนเวียนต่อเนื่อง (Revolving Transaction) ซึ่งเรียกว่า “a Contracted Future Payment”

กรณีที่ 2 สินทรัพย์ในอนาคตแบบแท้ หมายถึง เป็นกรณีที่ยังไม่มีการทำสัญญากันและ และลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นเลยแต่อย่างไร (Future Receivables) แต่ทว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ก็ขายสิทธิที่จะได้รับเงินในอนาคตโดยรับเงินล่วงหน้ามาก่อนแล้ว ซึ่งเรียกว่า “an Uncontracted Future Payment”

ข้อแตกต่างระหว่างการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว (Existing Receivables) กับสินทรัพย์ในอนาคต (Future Receivables) มีดังนี้

⁶Duff & Phelps Credit Rating Co.,Ltd., “Risk Ratings and the Future of Securitization,” in Securitization in Emerging Markets Handbook (Hongkong : Workable Company Limited, 1998) , p. 30.

⁷Clive Rough, “Future Flow Securitizations,” The Asian Securitization and Structured Finance Guide (2000) : 25.

1. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว ลูกหนี้ได้เกิดขึ้นแล้วขณะทำสัญญาโอนสินทรัพย์กัน แต่สินทรัพย์ในอนาคต ลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นเลยขณะทำสัญญาโอนดังกล่าว
2. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วสามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีงบดุลได้ แต่สินทรัพย์ในอนาคตยังไม่สามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีงบดุลได้
3. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วมีการคิดเรตติ้งบนพื้นฐานคุณภาพสินทรัพย์ แต่สินทรัพย์ในอนาคตมีการคิดเรตติ้งบนพื้นฐานคุณภาพผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในแง่ความสามารถในการก่อกระแสรายได้
4. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้เนื่องจากสามารถแยกสินทรัพย์ออกจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่ล้มละลายได้ แต่สินทรัพย์ในอนาคตสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้เนื่องจากส่วนใหญ่ลักษณะธุรกรรมจะทำได้ต่างประเทศ (Off Shore) และกำหนดให้การก่อกระแสรายได้อย่างต่อเนื่องของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศ (On Shore) ทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมาไม่ถูกกดดันจากรेटติ้งประเทศผู้จำหน่ายสินทรัพย์ แต่จะมีเรตติ้งตามประเทศที่หลักทรัพย์ออกขายแก่ผู้ลงทุนซึ่งก็คือเรตติ้งต่างประเทศ
5. สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว ความเสี่ยงเรื่องการปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ย่อมไม่มีเนื่องจากเกิดกระแสรายได้ขึ้นแล้ว แต่สินทรัพย์ในอนาคต เนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกมาเกินกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ทำให้ยังมีความเสี่ยงเรื่องการปฏิบัติการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์

เหตุผลของการนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวมีดังนี้

1. สามารถบรรเทาความเสี่ยงด้านการเมืองและความเสี่ยงภายในประเทศได้ (Sovereign and Political Risks) เช่น อาจมีกฎหมายจำกัดการส่งออกสินค้าเพราะประเทศนั้นขาดแคลนสินค้าบางชนิด เป็นต้น กล่าวคือบริษัทซึ่งมีศักยภาพดีแต่ตั้งอยู่ในประเทศที่มีความเสี่ยงดังกล่าวและมีเรตติ้งที่ไม่ดีย่อมส่งผลให้บริษัทนั้นได้รับเรตติ้งไม่ดีไปด้วย (Non-Investment Grade) การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคตสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้เนื่องจากส่วนใหญ่ของธุรกรรมและหลักทรัพย์ที่ออกมาจะอยู่ที่ต่างประเทศและกำหนดให้การก่อกระแสรายได้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพียงอย่างเดียวเท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศอันยอมทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมาได้รับความเสี่ยงดังกล่าวน้อยที่สุดและสามารถมีเรตติ้งที่ดีได้ (Investment Grade)

⁸Bank of America, "Asset Securitization & Asset Backed Securities," Paper presented at the JW Marriott, Kuala Lumpur, 24-25 July 2001. (Unpublished Manuscript)

⁹Suhas Ketkar and Dilip Ratha, "Securitization of Future Flow Receivables : a Useful Tool for Developing Countries," Finance & Development (March 2001) : 1-2.

2. สามารถบรรเทาความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ(Convertibility Risk) และการโอนเงินตราออกนอกประเทศ (Transfer Risk) เช่น อาจมีกฎหมายจำกัดความสามารถในการเปลี่ยนสกุลเงินท้องถิ่นเป็นสกุลเงินต่างประเทศหรือห้ามส่งเงินตราออกนอกประเทศ เป็นต้น เนื่องจากส่วนใหญ่ธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคตจะดำเนินการอยู่ต่างประเทศ และกำหนดให้การก่อกระแสรายได้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพียงอย่างเดียวเท่านั้นที่อยู่ภายในประเทศย่อมทำให้ประสบความสำเร็จต่ำกว่าน้อยที่สุดและสามารถมีเรตติ้งที่ดีที่สุด(Investment Grade)

3. สามารถทำให้หลักทรัพย์ที่ออกมามีเรตติ้งที่สูงกว่าเรตติ้งประเทศผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวได้รับการบรรเทาความเสี่ยงตามที่กล่าวแล้วข้างต้น ย่อมได้เรตติ้งที่ดีกว่าเดิม

4. สามารถได้รับสินเชื่อที่มีสกุลเงินตราที่แข็งแกร่ง (Hard Currency) เช่น ดอลลาร์ หรือมาร์ค เป็นต้น เนื่องจากธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินเชื่อในอนาคตจะมีลักษณะการเปิดบัญชี การรับชำระเงิน และการดำเนินการอื่น ๆ ในต่างประเทศทั้งหมด

5. สามารถเข้าถึงตลาดทุนต่างประเทศได้ (the International Capital Market) เนื่องจากตามปกติหากประเทศประสบความสำเร็จหรือปัญหาภายในประเทศมากย่อมส่งผลให้เรตติ้งของหลักทรัพย์ไม่ดีและไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างประเทศ

6. สามารถระดมทุนได้มากกว่าและใช้ต้นทุนต่ำกว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วเนื่องจากกรณีสินทรัพย์ในอนาคตเป็นการระดมทุนที่ยังไม่มีลูกหนี้หรือสินทรัพย์อยู่เลยจึงยอมใช้ปริมาณสินทรัพย์ในการระดมทุนต่ำกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วไม่ว่าเวลาใด ๆ และทำให้ระดมทุนในระยะยาวได้

ข้อเสียของการนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าว มีดังนี้

1. การชำระหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่ออกมายังขึ้นกับคุณภาพผู้จำหน่ายสินทรัพย์เนื่องจากลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นเลยขณะทำสัญญาโอนดังกล่าว ฉะนั้นจึงมีความเสี่ยงเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Performance Risk) ได้แก่ การก่อรายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต การผิดนัดชำระหนี้ตามสัญญาและการไม่เรียกเก็บและรับชำระหนี้โดยอาจส่งผลให้ธุรกรรมหยุดชะงักได้ แต่อย่างไรก็ดีสามารถรับประกันความเสี่ยงด้วยรูปแบบต่าง ๆ ได้ (Credit Enhancement)

2. ไม่สามารถตัดยอดลูกหนี้ที่ขายออกจากบัญชีงบดุลได้เนื่องจากลูกหนี้ยังไม่เกิดขึ้นจริง

บทบัญญัติกฎหมายที่บังคับแก่การนำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวมีดังนี้¹⁰

¹⁰Steven L. Schwarcz, “the Impact on Securitization of Revised UCC Article 9,” *Chicago-Kent Law Review* 74, No. 947 : 957-958.

กฎหมายสหรัฐอเมริกาเดิมนั้น จากการศึกษพบว่าตามมาตรา 552 (a) แห่งกฎหมายล้มละลายได้บัญญัติว่าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจย่อมไม่ได้สิทธิประโยชน์ใด ๆ เหนือสินทรัพย์ในอนาคตดังกล่าว ในขณะที่ตามมาตรา 552 (b) (1) แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดให้บริษัทเฉพาะกิจยังคงมีสิทธิประโยชน์เหนือสินทรัพย์ต่อไปได้โดยมีเงื่อนไขว่าสินทรัพย์ในอนาคตต้องเกิดขึ้นหรือก่อผลกำไรต่อไปอันก่อให้เกิดปัญหาตีความกฎหมายขึ้น แต่อย่างไรก็ดีขณะนี้มาตรา 9 แห่ง UCC (ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม) ได้บัญญัติชัดเจนไปแล้วว่า สินทรัพย์ในอนาคต(Future Assets: rights to payment that arise in the future) สามารถโอนขายให้บริษัทเฉพาะกิจได้และบริษัทเฉพาะกิจจะไม่สูญเสียสิทธิประโยชน์เหนือสินทรัพย์ในอนาคต หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย¹¹

สหรัฐอเมริกาถือเป็นประเทศแรกที่น่าสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวแล้วช่วยลดภาระรัฐบาลกลาง กล่าวคือองค์การส่วนท้องถิ่นได้นำรายได้จากโครงการสาธารณูปโภคต่าง ๆ มาประกันการออกพันธบัตรประเภท Revenue Bond โดยองค์การส่วนท้องถิ่นเหล่านี้ไม่ต้องนำเงินจากการขายพันธบัตรส่งรัฐบาลกลาง แต่สามารถนำมาพัฒนาท้องถิ่นในโครงการต่าง ๆ ได้เลย อันทำให้รัฐบาลกลางไม่ต้องจัดงบประมาณส่วนกลางมาให้องค์การส่วนท้องถิ่นสำหรับโครงการสาธารณูปโภคต่าง ๆ อาทิเช่น พันธบัตรโรงงานไฟฟ้า (Public Power Revenue Bond) พันธบัตรทางด่วน (Toll Road Revenue Bond) พันธบัตรท่าเรือ (Seaport Bond) เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีการนำสินทรัพย์

¹¹ขณะนี้คณะกรรมการองค์การสหประชาชาติว่าด้วยกฎหมายการค้าระหว่างประเทศ (UNCITRAL : United Nations Commission on International Trade Law) กำลังร่างอนุสัญญาว่าด้วยการโอนลูกหนี้การค้าระหว่างประเทศ (Draft Convention on Assignment of Receivables in International Trade) ขึ้นเพื่อสร้างความชัดเจนในเรื่องดังกล่าวแล้ว กล่าวคือตามมาตรา 6 ได้กำหนดคำนิยามคำว่า “สินทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว” (Existing Receivables) หมายถึง ณ ขณะหรือก่อนทำสัญญาโอนนั้นสิทธิเรียกร้องได้เกิดขึ้นแล้ว และ “สินทรัพย์ในอนาคต”(Future Receivables) หมายถึง การที่สิทธิเรียกร้องเกิดขึ้นหลังจากที่ได้มีการทำสัญญาโอนแล้ว และตามมาตรา 9 ได้บัญญัติชัดเจนว่าการโอนสินทรัพย์ในอนาคตสามารถทำได้ในลักษณะกลุ่ม มิใช่แยกแต่ละลูกหนี้ออกจากกันและลูกหนี้นั้นจะต้องสามารถระบุได้อย่างชัดเจนแน่นอน โดยไม่ต้องโอนกันใหม่สำหรับการโอนสิทธิแต่ละราย และตามมาตรา 10 ได้กำหนดว่า สินทรัพย์ในอนาคตจะถูกถือว่าโอนไป ณ เวลาที่มีการทำสัญญาโอนลูกหนี้ที่มีอยู่แล้ว เว้นแต่ผู้โอนและผู้รับโอนจะระบุเป็นอย่างอื่น (Steven L. Schwarcz, “Towards a Centralized Perfection System for Cross-Border Receivables Financing,” Journal of International Economic Law (1999): 1-2.

ในอนาคตมาใช้อีกหลายรูปแบบในปัจจุบัน ได้แก่ ปี ค.ศ.1997 David Bowie, Rod Stewart และ Iron Maiden ซึ่งเป็นนักร้องและนักแต่งเพลงได้นำคำสิทธิจากเนื้อเพลงมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ประเภทพันธบัตร เรียกว่า “Bowie Bonds” และถือเป็นครั้งแรกที่นำทรัพย์สินทางปัญญามาทำธุรกรรมดังกล่าว ผลคือสามารถระดมทุนได้มากและใช้ต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้เงินแบบดั้งเดิม¹² นอกจากนี้ปี ค.ศ. 1999 The Twentieth Century Fox ก็นำคำสิทธิจากภาพยนตร์เรื่อง Titanic และ James Bond มาแปลงเป็นหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน

1.2.3 ความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ (Bankruptcy and Reorganization Risks)

ในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หากปรากฏว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบริษัทเฉพาะกิจล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการอาจส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกขายทำให้ต้องเสียหายดังนี้¹³

1. ตามมาตรา 362 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่าสินทรัพย์นั้นต้องตกอยู่ภายใต้ภาวะหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay) ทั้งนี้เพื่อป้องกันผู้จำหน่ายสินทรัพย์ลูกหนี้จากเจ้าหนี้ทั้งหลายรวมถึงเจ้าหนีที่มีประกันด้วย กล่าวคือเจ้าหนี้เหล่านี้จะต้องหยุดบังคับชำระหนี้และหยุดการกระทำต่าง ๆ ทางกฎหมายต่อสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์โดยทันที และเหตุนี้ย่อมทำให้ผู้ลงทุนซึ่งเป็นเจ้าหนี้ดังกล่าวต้องรับชำระหนี้ล่าช้าออกไป หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้แทนบริษัทเฉพาะกิจ

2. ตามมาตรา 363 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า ศาลอาจมีคำสั่งให้กระเสร้ายได้จากสินทรัพย์ที่บริษัทเฉพาะกิจรับโอนมาถูกเรียกกลับมาใช้ในกิจการของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายได้ โดยถือเป็นส่วนหนึ่งของกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์อยู่ (claw back or buy back) อันทำให้ผู้ลงทุนไม่ได้รับชำระหนี้

3. ตามมาตรา 364 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า หลังจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายยอมทำให้บริษัทเฉพาะกิจมีสิทธิรับชำระหนี้แบบเจ้าหนี้ไม่มีประกัน โดยต้องเฉลี่ยทรัพย์สินร่วมกับเจ้าหนี้อื่น ๆ ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์แบบเสมอภาคกัน (Pari Passu) อันทำให้ผู้ลงทุนได้รับเฉลี่ยทรัพย์สินน้อยลง

¹²Jennifer Burke Sylva, “Bowie Bonds for Far More Than a Song:the Securitization of Intellectual Property as a Super-Charged Vehicle for High Technology Financing,” *Santa Clara and High Technology Law Journal* (January 1999) : 1.

¹³Steven L. Schwarcz. “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States,” in *Asset Securitization*, pp. 27-28.

ดังนั้นในสหรัฐอเมริกาจึงได้มีความพยายามที่จะตัดความเสี่ยงล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการดังกล่าวออก และจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนให้อยู่ที่คุณภาพสินทรัพย์เท่านั้น โดยมีหลักการจัดโครงสร้างธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์อยู่ 4 หลักดังนี้

1.2.3.1) หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน

ในสหรัฐอเมริกานั้น ได้มี “หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน” (the Doctrine of Non-Consolidation) เกิดขึ้น โดยเป็นหลักที่บริษัทเฉพาะกิจใช้ในการจัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อมิให้ศาลสั่งใช้หลักการรวมกันทางเนื้อหาซึ่งสามารถช่วยเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ กล่าวคือหลักการรวมกันทางเนื้อหา (the Doctrine of Substantive Consolidation) นั้น แม้โดยปกติทั่วไปกฎหมายล้มละลายสหรัฐอเมริกาก็ไม่ได้บัญญัติไว้เป็นลายลักษณ์อักษร แต่ทว่าศาลล้มละลายสหรัฐอเมริกาก็ได้สร้างหลักความยุติธรรม (Equity Power) เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวขึ้น โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 105 (a) แห่งกฎหมายล้มละลายซึ่งกำหนดว่า “ศาลอาจออกคำสั่งใด ๆ ที่จำเป็นหรือเหมาะสมเพื่อให้เป็นไปตามกฎหมายล้มละลาย” ดังนั้นศาลจึงสามารถออกคำสั่งได้ โดยหลักการรวมกันทางเนื้อหา หมายถึง หลักที่ศาลใช้ในการรวมสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจและผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายเข้าด้วยกันเพื่อชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ กล่าวได้ว่าศาลปฏิบัติเสมือนองค์กรทั้งสองหรือมากกว่านั้นเป็นองค์กรเดียวกันอันเป็นการขยายผลการที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายให้ครอบคลุมถึงบริษัทเฉพาะกิจที่ไม่ได้ตกเป็นผู้ล้มละลายด้วย แต่อย่างไรก็ดีศาลจะพิจารณาเป็นรายกรณีไปและปัจจัยที่ศาลพิจารณาสั่งให้รวมกันทางเนื้อหา มีดังนี้

1. ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีเจ้าของเป็นกลุ่มบุคคลเดียวกันกับหรือมีอำนาจควบคุมบริษัทเฉพาะกิจ
2. ผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจเกิดความยุ่งยากที่จะแบ่งแยกออกจากกัน ได้แก่ ไม่แยกสมุดบัญชีและเอกสารทางการเงินจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์, ใช้ร่วมกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในการดำเนินธุรกิจ, ผสมปนเปสินทรัพย์และหนี้สินกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Commingling Risk), ไม่คงสภาพความเป็นนิติบุคคลแยกจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์, ไม่แยกกรรมการและสำนักงานออกมาเป็นของบริษัทเฉพาะกิจเองและไม่ย้ายหนี้สินและความรับผิดชอบด้วยเงินทุนของบริษัทเฉพาะกิจเอง เป็นต้น
3. ประโยชน์จากการรวมกันทางเนื้อหา ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจมากกว่าความเสียหายที่ผู้ลงทุนจะได้รับ เช่น หากเห็นว่าการรวมสินทรัพย์และหนี้สินของทั้งสองย่อมเพิ่มโอกาสให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งเป็นลูกหนี้ฟื้นฟูกิจการสำเร็จก็อาจสั่งใช้หลักการดังกล่าวได้¹⁴

ศาลล้มละลายได้เคยวินิจฉัยหลักการรวมกันทางเนื้อหาไว้ โดยปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

¹⁴Michael J. Venditto, “Treatment of Securitized Transactions in Bankruptcy,” Kensington & Ressler (April 2001): 4-5.

คดี *Kingston Square Associations* [(1997) 214 B.R. 713 in the Southern District of New York] ผู้พิพากษา Tina Brozman ได้กล่าวไว้ในคดีนี้ว่า ศาลตัดสินโดยยึดพฤติการณ์ของกลุ่มสัญญาที่เกี่ยวข้องในทางปฏิบัติมากกว่าเจตนา ตามข้อเท็จจริงบริษัทเฉพาะกิจมีชื่อเดียวกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ในการดำเนินธุรกิจและมีกรรมการชุดเดียวกัน ดังนั้นศาลจึงสั่งให้รวมกองสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจเข้ากับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายไว้ด้วยกัน¹⁵

คดี *Days Inns of America Cases* [(1991) in the District of Delaware] มีข้อเท็จจริงคดีโดยย่อว่า เมื่อ the Days Inns ล้มละลายแล้ว หลังจากนั้นได้โอนขายค่าสิทธิตามสัญญาแฟรนไชส์ที่เกิดจากเครื่องหมายการค้า “the Days Inns” แก่บริษัทเฉพาะกิจ และบริษัทเฉพาะกิจได้นำค่าธรรมเนียมนั้นมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ นอกจากนี้ the Days Inns ผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจมีบัญชีธนาคารผสมปนเปกันทำให้เจ้าหนี้นุคคลภายนอกเข้าใจว่าเป็นองค์กรนิติบุคคลเดียวกัน ศาลจึงตัดสินว่าสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจต้องถูกรวมเข้ากับผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อนำไปชำระแก่เจ้าหนี้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เนื่องจากขาดความชัดเจนในการแยกสินทรัพย์และหนี้สินออกจากกัน¹⁶

จากที่กล่าวข้างต้นทำให้เห็นแนวทางที่ศาลใช้พิจารณาหลักการรวมกันทางเนื้อหาซึ่งเป็นเรื่องความเป็นธรรมและเป็นดุลยพินิจศาลที่จะสั่ง จึงไม่อาจรวบรวมปัจจัยทั้งหมดมากล่าวได้ แต่อย่างไรก็ดีบริษัทเฉพาะกิจเองก็อาจจัดโครงสร้างธุรกรรมให้มีลักษณะที่ศาลมีอาจสั่งใช้หลักการรวมกันทางเนื้อหา หรืออีกนัยคือต้องจัดองค์กรให้ขาดจากกัน (Non-Consolidation) โดยนำปัจจัยข้างต้นมาเป็นแนวทางได้ ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ในที่สุด

1.2.3.2) หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

การโอนสินทรัพย์จากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ให้แก่บริษัทเฉพาะกิจให้มีลักษณะขายขาด (True Sale) ถือว่าสำคัญอย่างมาก เนื่องจากการโอนสินทรัพย์แบบขายขาด หมายถึง การโอนความเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์นั้นให้แก่บริษัทเฉพาะกิจโดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่เหลือความเสี่ยงหรือประโยชน์ใดอีก และหากต่อมาผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายยอมทำให้ไม่อาจเรียกสินทรัพย์นั้นกลับ

¹⁵Sheryl A. Gussett and Bracewell & Patterson L.L.P., “On the Edge: a not-so-independent Independent Director in Bankruptcy Remote Structure,” *American Bankruptcy Institute Journal* (March 1998) : 1- 6.

¹⁶Jeffrey E. Bjork, “Seeking Predictability in Bankruptcy: an Alternative to Judicial Recharacterization in Structured Financing,” *Emory Law Journal* (1997) : 12-13.

ไปโดยบริษัทเฉพาะกิจมีสิทธิเหนือสินทรัพย์อย่างสมบูรณ์และนำไปชำระแก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ตามกำหนดเวลาได้ กล่าวคือเป็นการแยกความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายออกจากสินทรัพย์ แต่ถ้การโอนนั้นไม่ใช่ขายขาดแต่เป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน (Secured Loan) ซึ่งบริษัทเฉพาะกิจให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์กู้เงิน โดยมีสินทรัพย์เป็นหลักประกันยอมทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยังคงมีกรรมสิทธิ์เหนือสินทรัพย์นั้นอยู่ และหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย สินทรัพย์ต้องอยู่ภายใต้กฎหมายล้มละลายด้วยในที่สุด

ดังนั้นการพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ใดเป็นการขายขาด หรือกู้เงินโดยมีหลักประกันจึงจำเป็นตามที่กล่าวข้างต้นโดยสหรัฐอเมริกาไม่มีกฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับเรื่องนี้ จึงต้องพิจารณากฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลายและคำตัดสินของศาลเป็นสำคัญโดยศาลมีอำนาจกำหนดถึงลักษณะนิติกรรม (Recharacterized) ว่ากรณีใดเป็นขายขาดหรือการกู้เงินโดยมีหลักประกัน จากปัจจัยดังต่อไปนี้

1) การไล่เบียด (Recourse)

หากเป็นการขายขาด ความเสี่ยงไม่ได้รับชำระหนี้จากลูกหนี้ย่อมตกแก่บริษัทเฉพาะกิจผู้รับโอน มิใช่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้โอนตามเดิม กล่าวคือบริษัทเฉพาะกิจต้องไม่มีสิทธิไล่เบียด (Without Recourse) เอาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อความเสียหายที่เกิดจากลูกหนี้ไม่ชำระหนี้อีก แต่ถ้าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน บริษัทเฉพาะกิจย่อมมีสิทธิไล่เบียด (Recourse) เอาจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อความเสียหายดังกล่าวได้

2) การยึดหน่วงสิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (Retained Right and Right to Surplus)

หากเป็นการขายขาด สิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ย่อมตกแก่บริษัทเฉพาะกิจผู้รับโอน แต่ถ้าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน สิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ย่อมตกแก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามเดิม โดยอาจปรากฏได้หลายลักษณะ อาทิเช่น ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีสิทธิซื้อสินทรัพย์คืน (Repurchase), ไล่ถอนสินทรัพย์กลับคืน (Redeem) หรือเอาทรัพย์สินอื่น ทดแทนสินทรัพย์ที่โอน (Substitute Other Property for the Assets) โดยศาลพิจารณาว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยังคงมีสิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ของตนตามเดิม (Retained Right) นอกจากนี้หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีสิทธิใน ส่วนที่เกินกว่าที่ผู้รับโอนได้ลงทุน (Retain Right to Surplus) ศาลย่อมถือเป็นการกู้โดยมีหลักประกัน

3) การกำหนดราคาซื้อขายสินทรัพย์ (Pricing Mechanism)

หากเป็นการขายขาด ราคาซื้อขายสินทรัพย์ต้องกำหนดไว้แน่นอน เช่น มีการคำนวณหักลด (Discount) กลุมต้นทุนและความเสียหายไว้แล้ว แต่ถ้าเป็นการกู้เงินโดยมีหลักประกัน ราคาซื้อขายสินทรัพย์อาจมีการปรับเปลี่ยนตลอดเวลาได้

4) การจัดการและรวบรวมสินทรัพย์ (Administration and Collection of Account)

หากเป็นการขายขาด บริษัทเฉพาะกิจผู้รับ โอนย่อมมีอำนาจจัดการและรวบรวมสินทรัพย์ แต่ถ้าเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกันจะปรากฏว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยังคงทำหน้าที่ดังกล่าวและอาจเกิดการผสมปนเป่าทางบัญชีระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจได้ซึ่งไม่ถือว่าเป็นการขายที่แท้จริง ทั้งนี้ไม่รวมกรณีบริษัทเฉพาะกิจมอบหมายให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์เป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้

5) การมีหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้

หากเป็นการขายขาดย่อมจะมีหนังสือบอกกล่าวการโอนแจ้งแก่ลูกหนี้ทราบ แต่ถ้าเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกันย่อมไม่มีหนังสือบอกกล่าวการโอนแจ้งให้แก่ลูกหนี้ทราบ

6) การปฏิบัติทางภาษีและบัญชี

หากเป็นการขายขาดจะต้องเกิดภาระภาษีจากการขายสินทรัพย์และมีการตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ตามมาตรฐานบัญชี “the Statement of Financial Accounting Standards No. 125” แต่ถ้าเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกันย่อมไม่เกิดภาระภาษีข้างต้นและยังคงสินทรัพย์นั้นในบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ต่อไป

7) เจตนาของคู่สัญญา

หากเป็นการขายขาด เอกสารต่าง ๆ ที่ทำกันระหว่างคู่สัญญาต้องแสดงว่าเป็นการขายขาด แต่ถ้าเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน เอกสารต่าง ๆ ดังกล่าวต้องแสดงว่าเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน

อนึ่ง ศาลล้มละลายได้เคยวินิจฉัยหลักเรื่องการขายขาดไว้ซึ่งปรากฏตามคำพิพากษาดังนี้

คดี *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.* [(3d Cir.1979) 602 F.2d 538]

ผู้ขายเฟอร์นิเจอร์ได้โอนสินทรัพย์ให้แก่บริษัทแฟลคครีจและกำหนดให้บริษัทแฟลคครีจมีสิทธิไต่เบี่ยเอา กับผู้ขายเฟอร์นิเจอร์ได้เต็มจำนวน ศาลจึงตัดสินว่า การ โอนสินทรัพย์นั้นเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน ทั้งนี้ศาลไม่ได้ถูกควบคุมโดยเจตนาคู่สัญญาแต่อาจจะพิจารณาพฤติการณ์อื่นประกอบด้วยได้¹⁷

จากคำพิพากษาและปัจจัยที่ศาลใช้พิจารณาข้างต้นทำให้เห็นแนวทางที่ศาลใช้วินิจฉัยสั่งหลักดังกล่าวและโดยลักษณะหลักการดังกล่าวเป็นเรื่องความเป็นธรรมอันเป็นดุลยพินิจศาลที่จะสั่งจึงไม่อาจนำปัจจัยทั้งหมดมากล่าวได้เช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ดีบริษัทเฉพาะกิจอาจจัดโครงสร้างธุรกรรมให้มีลักษณะการโอนสินทรัพย์แบบขายขาดเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการโดยนำปัจจัยข้างต้นมาเป็นแนวทางได้

¹⁷Steven L. Schwarcz, “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States,” in *Asset Securitization*, pp.28-31.

1.2.3.3) หลักการโอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้

ในสหรัฐอเมริกาได้มี “หลักการ โอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้” เกิดขึ้น โดยเป็นหลักที่บริษัทเฉพาะกิจใช้ในการจัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าวซึ่งช่วยหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ กล่าวคือโดยปกติกฎหมายล้มละลายสหรัฐอเมริกาคำหนดว่าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์กลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ที่ทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์เพื่อนำไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้สามารถเรียกเอาสินทรัพย์ที่โอนให้แก่บริษัทเฉพาะกิจไปแล้วกลับเข้ามายังกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ (Claw Back) ในกรณีดังต่อไปนี้

1) การโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้อื่น (Preferential Transfer)

มาตรา 547 (b) แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจได้ หากเจ้าองค์ประกอบทั้ง 4 ข้อดังต่อไปนี้ (1) โอนเพื่อประโยชน์เจ้าหนี้ (2) โอนเพื่อชำระหนี้ที่มีอยู่แล้วก่อนการโอนสินทรัพย์ (3) โอนไปขณะที่ลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว (4) โอนภายใน 90 วันก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายหรือในช่วงเวลาระหว่าง 90 วันและ 1 ปี สำหรับกรณีเจ้าหนี้ที่รับ โอนเป็นบุคคลวงใน (Insider) กล่าวคือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเพิกถอนการโอนที่ลูกหนี้เลือกปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อะไรหนึ่งเป็นพิเศษ โดยการให้เจ้าหนี้บางคนรับชำระหนี้ดีกว่าเจ้าหนี้อื่นอันเป็นการให้เปรียบแก่เจ้าหนี้อื่นและถือเป็นการทำลายหลักการปฏิบัติต่อเจ้าหนี้อย่างเท่าเทียมกัน

2) การโอนที่มีลักษณะฉ้อฉล (Fraudulent Conveyance)

มาตรา 548 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์อาจเพิกถอนการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจที่กระทำภายใน 1 ปี ก่อนวันที่ยื่นคำร้องขอให้ล้มละลายได้ หากเจ้าองค์ประกอบดังต่อไปนี้ (1) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์โอนโดยมีเจตนาที่แท้จริงให้เจ้าหนี้รับชำระหนี้ล่าช้าหรือฉ้อโกงเจ้าหนี้ (2) ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้รับค่าตอบแทนน้อยอย่างไม่สมเหตุผลสำหรับการโอนดังกล่าว (3) โอนขณะที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีหนี้สินล้นพ้นตัวหรือตกเป็นผู้มีหนี้สินล้นพ้นตัวเพราะการโอนนั้น กล่าวคือเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์สามารถเพิกถอนการโอนที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์มีเจตนาฉ้อฉลย้ายถ่ายทรัพย์สินในช่วงเวลา 1 ปี ก่อนมีการล้มละลายได้ โดยการโอนนั้นมีราคาน้อยกว่ามูลค่าจริงอย่างไม่สมเหตุผลหรือเลี่ยงการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้เมื่อถึงกำหนด

3) การปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญา (Executory Contract)

มาตรา 365 แห่งกฎหมายล้มละลายได้กำหนดว่า เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์มีอำนาจปฏิเสธหรือไม่ยอมรับสัญญาได้ ถ้าปรากฏว่าสัญญานั้นก่อนภาระหนักเกินกว่าประโยชน์ที่ควรได้

อนึ่ง เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจ ต้องถูกเพิกถอนการโอนไป จึงต้องมีการจัดโครงสร้างธุรกรรมไม่ให้มีลักษณะตามที่กล่าวมาข้างต้น¹⁸

1.2.3.4) หลักการปลอด หรือห่างไกลการล้มละลาย (Bankruptcy Proof or Remoteness Entity)

แนวความคิดจัดรูปแบบบริษัทเฉพาะกิจอย่างเหมาะสมย่อมทำให้บริษัทเฉพาะกิจห่างไกลจากการล้มละลายหรืออาจไม่ล้มละลายได้ และแม้ว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจก็ จะไม่ได้รับผลกระทบด้วย โดยสหรัฐอเมริกาที่มีวิธีจัดวางรูปแบบบริษัทเฉพาะกิจไว้ดังนี้

1. จำกัดขอบเขตการทำธุรกรรมโดยให้ดำเนินการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้นเนื่องจากบริษัทเฉพาะกิจมีบทบาทเพียงเป็นตัวกลางหรือพาหะ (Conduit) ที่คอยผ่านกระแสรายได้จากสินทรัพย์ ไปสู่ผู้ลงทุนเท่านั้น จึงไม่ควรทำกิจการอื่นใด นอกจากธุรกรรมดังกล่าว

2. จำกัดขอบเขตการก่อหนี้สิน โดยให้ก่อหนี้สินที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมเท่านั้น เนื่องจากหากบริษัทเฉพาะกิจก่อหนี้สินนอกเหนือกรณีดังกล่าวย่อมจะทำให้มีเจ้าหนี้เพิ่มขึ้นและมีโอกาสถูกฟ้องล้มละลายได้มากขึ้น

3. จำกัดการยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจ (Voluntary Bankruptcy) โดยตามมาตรา 301 แห่งกฎหมายล้มละลายได้ให้อำนาจบริษัทแม่ผู้ล้มละลายสามารถจัดการให้บริษัทลูกยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจตามบริษัทแม่ได้ แม้ว่าบริษัทลูกไม่ได้มีหนี้สินล้นพ้นตัวก็ตาม และโดยทั่วไปผู้เป็นกรรมการของบริษัทเฉพาะกิจมักถูกแต่งตั้งโดยผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ดังนั้นจึงมีโอกาสมากที่บริษัทเฉพาะกิจจะยื่นคำร้องขอดังกล่าว ส่วนการระบุในข้อบังคับของบริษัทเฉพาะกิจว่า “ห้ามบริษัทเฉพาะกิจหรือผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยื่นคำร้องให้บริษัทเฉพาะกิจล้มละลายต่อศาลโดยเด็ดขาด ทั้งนี้เพื่อป้องกันผลประโยชน์ของเจ้าหนี้ของบริษัทเฉพาะกิจซึ่งก็คือ ผู้ลงทุน” อาจถือได้ว่าขัดต่อความสงบเรียบร้อยหรือนโยบายสาธารณะได้ (Public Policy) และไม่อาจแก้ปัญหาดังกล่าวได้ ดังจะเห็นได้จากในคดี *In re Weitzen*, 3F. Supp. 698, 698-99 (S.D.N.Y. 1933) แต่อย่างไรก็ดีการจัดโครงสร้างการตัดสินใจภายในองค์กรของบริษัทเฉพาะกิจสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ดังนี้

3.1 บริษัทเฉพาะกิจควรจัดตั้งกรรมการอิสระ (Independent Director) อย่างน้อยที่สุดหนึ่งคนในคณะกรรมการของบริษัทเนื่องจากการที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์และนิติบุคคลเฉพาะกิจมีกรรมการชุดเดียว อันอาจเกิดผลประโยชน์ขัดกันได้ (Conflict of Interest) และมีโอกาสสูงที่บริษัทเฉพาะกิจจะถูก

¹⁸Tarmar Frankel, Securitization: Structured Financing, Financial Assets pools, and Asset-Backed Securities (the United States of America: Little, Brown & Company (Canada) Limited, 1988), pp. 405-416.

บังคับให้อื่นคำร้องขอล้มละลายเพื่อประโยชน์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ดังนั้นการมีกรรมกรอิสระที่ตามปกติมีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของทุกฝ่ายและอิสระจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์และผู้ลงทุน คอยทำหน้าที่ให้ความยินยอมในการยื่นคำร้องดังกล่าวช่วยบริษัทเฉพาะกิจไม่ให้ถูกบังคับดังกล่าวได้

3.2 บริษัทเฉพาะกิจอาจจัดตั้งขึ้นในรูปแบบของทรัสต์โดยสามารถช่วยแก้ปัญหาดังกล่าวได้เช่นกัน เนื่องจากตามปกติหน้าที่และความรับผิดชอบของทรัสต์แตกต่างจากกรรมกรบริษัท โดย กรรมกรบริษัทมีหน้าที่และความรับผิดชอบโดยตรงต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นของบริษัทซึ่งก็คือผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ส่วนทรัสต์มีหน้าที่และความรับผิดชอบโดยตรงต่อผู้ลงทุน ดังนั้นทรัสต์จึงสามารถดูแลไม่ให้บริษัทเฉพาะกิจต้องถูกบังคับให้อื่นคำร้องดังกล่าวได้เช่นกัน¹⁹

จากที่กล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่าสหรัฐอเมริกาได้มีการจัดโครงสร้างธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยการจัดองค์กรผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจให้ขาดจากกัน (Non-Consolidation) การโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจมีลักษณะขายขาด (True Sale) และไม่อาจถูกเพิกถอนได้ และบริษัทเฉพาะกิจมีลักษณะที่ไม่อาจล้มละลายได้ จนทำให้สามารถหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบริษัทเฉพาะกิจล้มละลายหรือถูกฟ้องพิพาท และจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนอยู่ที่คุณภาพของกองสินทรัพย์ได้ในที่สุด

2. ประเทศอังกฤษ

2.1 ประวัติความเป็นมาและพัฒนาการของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในประเทศแถบยุโรปถือได้ว่าเป็นเรื่องใหม่และได้เกิดขึ้นครั้งแรกในประเทศอังกฤษเกือบ 30 ปีหลังสหรัฐอเมริกา โดยในระยะแรก ๆ อังกฤษยังไม่สนใจทำธุรกรรมดังกล่าวเนื่องจากสถาบันการเงินยังคงสามารถให้กู้ยืมเงินได้ อาทิ Building Societies ซึ่งจัดตั้งขึ้นตาม the Building Societies Act of 1986 และเป็นผู้ผูกขาดธุรกิจให้กู้ยืมเงินเพื่อที่อยู่อาศัย โดยระดมเงินจากผู้ฝากเงินรายย่อยด้วยต้นทุนที่ต่ำจึงสามารถให้กู้ยืมได้ต่ำกว่าอัตราที่เป็นอยู่ทั่วไป แต่ต่อมาปรากฏว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยในอังกฤษเพิ่มขึ้นมาก แต่ทางตรงข้ามเงินออมกลับลดลง ผลคือเกิดการขาดสภาพคล่องทางการเงินขึ้น ด้วยเหตุนี้ผู้ให้กู้รายใหม่จึงเกิดขึ้น ได้แก่ National Savings และ Clearing Banks ซึ่งมาแข่งขันกับ Building Societies และแย่งผู้ฝากรายย่อย ผลทำให้ต้นทุนในการระดมเงินผ่านผู้ฝากรายย่อยสูงขึ้น อันทำให้การระดมเงินผ่านผู้ฝากรายย่อยและการระดมเงินด้วยตราสารทางการเงินไม่แตกต่างกันอีกต่อไปจึงช่วยกระตุ้นให้เกิดธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลัก

¹⁹Steven L. Schwarcz, “Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States,” in *Asset Securitization*, pp.23-26.

ทรัพย์เป็นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1987²⁰ โดย National Mortgage Loan Corporation ออก FRN ซึ่ง หนุนหลังด้วยสินทรัพย์ประเภทมีจำนองเป็นประกัน(MBS: Mortgage-Backed Securities) ขายใน ตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ (The London Stock Exchange) หลังจากนั้นมีการทำธุรกรรมอีกหลาย รายและทำกันมากที่สุดในปี ค.ศ. 1989 เนื่องจากปีนั้นธนาคารกลางอังกฤษ (Bank of England) ออก ประกาศการโอนสิทธิเรียกร้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Notice on Loan Transfers and Securitization) (BSD/1989/1) ซึ่งถูกแก้ไขโดยฉบับที่ 2 คือ (BSD/1992/3) ในช่วงปี ค.ศ. 1992 โดยมากำหนดกฎเกณฑ์การตัดสินทรัพย์ออกจากบัญชีงบดุลอันทำให้ไม่ต้องดำรงเงินกองทุนไม่ว่าผู้ จำหน่ายสินทรัพย์จะเป็นสถาบันการเงินหรือไม่ อันทำให้ผู้ลงทุนมีความมั่นใจมากขึ้น ต่อมาได้ขยาย แนวดังกล่าวไปใช้กับสินทรัพย์ชนิดหมุนเวียน เช่น ลูกหนี้เครดิตการ์ด (Revolving Debts) โดยออก ประกาศคือ Notice (BSD/1996/8) หลังจากนั้นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ ประเภทต่าง ๆ ในอังกฤษก็แพร่หลายมากขึ้นจนเป็นตลาดใหญ่ที่สุดในยุโรป²¹

2.2 กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

เนื่องจากอังกฤษเป็นประเทศที่อยู่ในระบบกฎหมายคอมมอนด์ลอว์ ดังนั้นจึงยังไม่มี กฎหมายเฉพาะเกี่ยวกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ดีมีกฎหมายที่เกี่ยวข้องในเรื่อง ดังกล่าวอันได้แก่ the Companies Act of 1985, the Law of Property Act of 1925, the Financial Services Act of 1986, the Consumer Credit Act of 1974, the Data Protection Act of 1984 และ the Insolvency Act of 1986 แต่ทว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ไม่อาจอธิบายบทบัญญัติข้างต้นได้ทั้งหมด แต่จะศึกษาวิเคราะห์หลักกฎหมายที่สำคัญที่พอจะนำมาเป็นแนวทางแก้ไขปัญหากฎหมายตาม พระราชกำหนดนี้ได้เท่านั้น โดยอาจแยกอธิบายได้ดังนี้

2.2.1 วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ (Method of Transfer of Assets)

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในอังกฤษได้ใช้วิธีการจำหน่ายสินทรัพย์ที่เรียกว่า “หลักการโอนสิทธิเรียกร้อง” (Assignment of Chose in Action) โดยแต่เดิมอังกฤษซึ่งอยู่ในระบบ กฎหมายคอมมอนด์ลอว์ไม่ยอมรับหลักการโอนสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเนื่องจากเห็นว่าขัดกับหลักความ

²⁰Charles Stone, Anne Zissu and Jess Lederman, Asset Securitization : Theory & Practice in Europe (London: Euromoney Publications PLC, 1991), pp. 493-494.

²¹Robert Hudson, Alan Colley and Mark Lorgan, the Capital Market & Financial Management in Banking (the United States of America : the Glenlake Publishing Company, Ltd. , 2000), p.227.

สัมพันธเฉพาะตัวคู่สัญญา (Privity of Contract) และอาจทำให้เกิดการฟ้องคดีกันได้โดยไม่จำเป็นต้องอย่างไรก็ดีแนวคิดดังกล่าวได้รับการยอมรับโดยหลักเอควิตี้ (Equity) และได้บัญญัติไว้ในมาตรา 25(6) แห่ง the Judicature Act of 1873 เป็นครั้งแรก อีกทั้งปรากฏในคำพิพากษาหลายเรื่องด้วยกัน อาทิเช่น คดี *Fitzroy v. S.Cave* ปี ค.ศ. 1905 ศาลอังกฤษตัดสินว่า หากมีการโอนสิทธิเรียกร้องกัน ให้ยอมรับสิทธิของผู้รับโอนได้โดยถือว่าสิทธิชนิดนี้เป็นทรัพย์สินชนิดหนึ่งซึ่งอาจโอนกันได้เช่นเดียวกับทรัพย์สิน และภายหลังได้มีการแก้ไขและบัญญัติไว้ในมาตรา 136 (1) แห่ง the Law of Property Act of 1925 ซึ่งได้กำหนดว่า หลักการโอนสิทธิเรียกร้องสามารถแบ่งเป็น 2 ประเภทดังนี้

ประเภทที่ 1 ตามกฎหมายลายลักษณ์อักษร (Statutory or Legal Assignment)

กฎหมายอังกฤษได้กำหนดว่าการโอนสิทธิเรียกร้องที่จะมีผลสมบูรณ์ตามกฎหมาย กล่าวคือสามารถอ้างยันการโอนดังกล่าวต่อลูกหนี้และบุคคลภายนอกได้จะต้องปฏิบัติตามมาตรา 136 (1) แห่ง the Law of Property Act of 1925 และ the Stamp Act of 1891 ด้วย ซึ่งได้กำหนดว่าการโอนสิทธิเรียกร้องที่สมบูรณ์ตามกฎหมายจะต้องปฏิบัติตามองค์ประกอบ 5 ข้อดังนี้

1. เป็นการโอนโดยสมบูรณ์เด็ดขาด (absolute) และต้องไม่มีเงื่อนไข
2. เป็นการโอนสินทรัพย์ทั้งหมด (whole) กล่าวคือไม่ใช่โอนแต่บางส่วน
3. ต้องทำเป็นลายลักษณ์อักษรหรือทำเป็นหนังสือ (in writing) โดยผู้โอนเพื่อโอนหนี้ต่าง ๆ
4. ต้องมีหนังสือบอกกล่าวแก่ลูกหนี้ ผู้ค้ำประกัน หรือบุคคลอื่นซึ่งผู้โอนนั้นมีสิทธิเรียกร้องด้วย ให้ทราบการโอนดังกล่าว โดยหนังสือนั้นต้องชัดเจน ไม่คลุมเครือ หรือมีความหมายขัดแย้งกันเอง
5. ต้องปิดอาคารสมุดทะเบียนหนังสือบอกกล่าวนั้น

ผลของการโอนสิทธิเรียกร้องที่ปฏิบัติตามบทบัญญัติข้างต้น กล่าวคือมีหนังสือบอกกล่าวแจ้งหรือขอความยินยอมจากลูกหนี้ (Notice of Assignment) ย่อมถือว่าสิทธิประโยชน์และสิทธิในการฟ้องร้องคดีตามกฎหมายโอนตกแก่ผู้รับโอนแล้วนับจากวันที่ได้บอกกล่าวนั้นซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. เมื่อมีหนังสือบอกกล่าวแจ้งการโอนแก่ลูกหนี้แล้ว ช่วยป้องกันมิให้ลูกหนี้ชำระหนี้แก่ผู้โอน ซึ่งเป็นเจ้าหนี้เดิมอีก แต่ถ้าลูกหนี้ยังคงชำระหนี้แก่ผู้โอน ผู้รับโอนย่อมเรียกให้ลูกหนี้ชำระหนี้แก่ตนอีกได้โดยถือว่าลูกหนี้ยังไม่หลุดพ้นจากหนี้
2. ช่วยป้องกันมิให้ลูกหนี้ได้รับการปลดหนี้จากผู้โอนเจ้าหนี้เดิม เพราะผู้โอนไม่มีสิทธิดังกล่าว
3. ช่วยป้องกันมิให้ลูกหนี้ใช้สิทธิหักกลบลบหนี้ (Sett-off) ที่มีต่อผู้โอนอันเป็นหนี้ที่เกิดขึ้นหลังจากที่มีหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้แล้ว มาอ้างยันต่อผู้รับโอน
4. ช่วยป้องกันมิให้ลูกหนี้และผู้โอนซึ่งเป็นเจ้าหนี้เดิมเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขเงื่อนไขในสัญญา

5. หากผู้รับโอนจำเป็นต้องดำเนินคดีตามกฎหมายแก่ลูกหนี้เพื่อให้ปฏิบัติตามสัญญายอมสามารถฟ้องร้องลูกหนี้ได้ด้วยตนเอง โดยไม่ต้องขอความร่วมมือจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์²²

ประเภทที่ 2 ตามหลักความยุติธรรม (Equitable Assignment)

กฎหมายอังกฤษได้กำหนดว่าการโอนสิทธิเรียกร้องที่ไม่มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายเนื่องจากไม่ได้ปฏิบัติตามบทบัญญัติมาตรา 136 (1) แห่ง the Law of Property Act of 1925 และ the Stamp Act of 1891 นั้น กล่าวคือไม่อาจอ้างถึงการโอนดังกล่าวต่อลูกหนี้และบุคคลภายนอกได้นั้น สามารถได้รับการแก้ไขโดยให้ถือว่าเป็นการโอนสิทธิเรียกร้องที่มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายตามหลักความยุติธรรมแทนนับแต่วันที่ผู้โอนและผู้รับโอนได้ตกลงกันโดยไม่จำเป็นต้องมีหนังสือบอกกล่าวแจ้งการโอนแก่ลูกหนี้ โดยกำหนดว่าการโอนสิทธิเรียกร้องตามหลักความยุติธรรมจะมีลักษณะดังต่อไปนี้

1. เป็นการโอนที่ไม่สมบูรณ์เด็ดขาด (unabsolute) และมีเงื่อนไข
2. เป็นการโอนสินทรัพย์แต่บางส่วน
3. ไม่ทำเป็นลายลักษณ์อักษรหรือหนังสือ (in writing) โดยผู้โอนเพื่อโอนหนี้ต่าง ๆ
4. ไม่มีหนังสือบอกกล่าวหรือแจ้งการโอนแก่ลูกหนี้ ผู้ค้าประกัน หรือบุคคลอื่นซึ่งผู้โอนนั้นมีสิทธิเรียกร้องด้วยให้ทราบการโอนดังกล่าว
5. ไม่ปิดอากรแสตมป์บนหนังสือบอกกล่าวนั้น

ผลของการโอนสิทธิเรียกร้องตามที่กล่าวข้างต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งไม่ได้มีหนังสือบอกกล่าวแจ้งการโอนต่อลูกหนี้ (Notice of Assignment) ย่อมถือว่าเป็นการโอนเฉพาะสิทธิประโยชน์เท่านั้นโดยไม่รวมถึงสิทธิในการฟ้องร้องคดีตามกฎหมายด้วย ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. หากลูกหนี้ไม่ได้รับหนังสือแจ้งการโอนดังกล่าว ย่อมทำให้ลูกหนี้ชำระหนี้แก่ผู้โอนเจ้าหนี้เดิมตามสัญญาได้อย่างสมบูรณ์ โดยผู้รับโอนไม่อาจเรียกลูกหนี้ชำระหนี้แก่ตนอีกโดยถือว่าลูกหนี้ยอมหลุดพ้นจากหนี้แล้ว
2. ลูกหนี้สามารถรับการปลดหนี้จากผู้โอนเจ้าหนี้เดิมได้ เนื่องจากผู้โอนยังคงมีสิทธิดังกล่าว
3. ลูกหนี้ยังคงมีสิทธิหักกลบลบหนี้ที่มีต่อผู้โอนซึ่งเป็นเจ้าหนี้เดิมขึ้นอ้างอิงยันต่อผู้รับโอนได้ เนื่องจากเป็นหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนมีการบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้
4. ลูกหนี้และผู้โอนเจ้าหนี้เดิมยังคงสามารถตกลงเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขเงื่อนไขในสัญญาได้

²²Richard Ambery and Simon Bowmer, “Why Don King needs a haircut”- Transfer and Assignment of Contracts: How to Sell Trade Receivables under English Law,” *J.I.B.L.* (2000) : 216 .

5. หากผู้โอน โอนสิทธิเรียกร้องรายเดียวกันไปยังผู้รับโอนหลายคน ผู้รับโอนรายหลังแต่บอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ก่อนย่อมมีสิทธิดีกว่าผู้รับโอนรายแรก แต่ไม่ได้บอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ แม้โดยหลักสิทธิเรียกร้องอันเดียวกัน หากลูกโอนไปยังผู้รับโอนหลายคนย่อมถือว่าผู้รับโอนรายใดโอนก่อน ย่อมมีสิทธิรับชำระหนี้จากสิทธิเรียกร้องก่อนก็ตาม

6. หากผู้รับโอนจำเป็นต้องดำเนินคดีตามกฎหมายแก่ลูกหนี้เพื่อให้ปฏิบัติตามสัญญา ผู้รับโอนจำเป็นต้องทำผ่านผู้โอนซึ่งเป็นเจ้าหนี้เดิมอยู่ร่วมเป็นผู้ฟ้องร้องเพราะไม่สามารถฟ้องร้องลูกหนี้ได้ด้วยตนเอง เหตุผลเพื่อคุ้มครองลูกหนี้โดยหลีกเลี่ยงมิให้ฟ้องร้องลูกหนี้มากมายหลายคดีจนเกินจำเป็น ผลเสียคือหากผู้โอนซึ่งเป็นเจ้าหนี้เดิมไม่ให้ความร่วมมือหรือล้มละลายย่อมไม่สะดวกแก่ผู้รับโอน²³

สาเหตุที่มักไม่ทำหนังสือบอกกล่าวแจ้งการโอนต่อลูกหนี้ในทางปฏิบัติ มีดังนี้

1. การแจ้งหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้อาจไม่สะดวกแก่ธุรกิจพาณิชย์ เนื่องจากต้องการให้ลูกหนี้เข้าใจว่าผู้โอนมีภาพพจน์ทางธุรกิจที่ดีต่อไปและให้ลูกหนี้ปฏิบัติตามชำระหนี้ตามปกติ
2. การแจ้งหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ต้องเสียค่าอากรแสตมป์อันทำให้ต้นทุนสูง
3. ในบางครั้งคู่สัญญาโอนกันบางส่วนหรือโอนสิทธิที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นย่อมทำการโอนสิทธิเรียกร้องตามกฎหมายไม่ได้ เนื่องจากไม่ครบองค์ประกอบข้างต้น

การโอนที่ไม่มีหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้หรือที่เรียกว่า “Silent Assignment” ย่อมมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว ส่วนใหญ่มักกำหนดให้ผู้สัญญาทุกฝ่ายให้ความยินยอมการโอนล่วงหน้าซึ่งเรียกว่า “ความยินยอมล่วงหน้า”

2.2.2 สิทธิเรียกร้องที่จะเกิดขึ้นในอนาคต (Future Flow Receivables)

การทำธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคต (Future Flow-Backed Securities) ในอังกฤษนั้น สามารถแยกอธิบายได้ดังนี้

ประเด็นการโอนสินทรัพย์ในอนาคต²⁴

ความสามารถในการโอนสินทรัพย์ในอนาคตจากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไปยังบริษัทเฉพาะกิจ แม้ว่าจะทำไม่ได้ตามกฎหมายบางประเทศก็ตามแต่เป็นไปได้ตามกฎหมายอังกฤษ ทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้เกิดการฟ้องร้องกันในอนาคตเมื่อสิทธิเรียกร้องดังกล่าวเกิดขึ้นจริง กล่าวคือในอังกฤษถือว่าสามารถโอนขายสินทรัพย์ในอนาคตได้ดังจะเห็นได้จากหลักทั่วไปได้บัญญัติเรื่องนี้ไว้ดังนี้ “แม้ว่าจะเป็นเพียง

²³Ibid. , pp.216-217.

²⁴Xin Zhang, “Trends and Developments in Cross-Border Securitisation, Part 2 : Legal Structure of Project-Backed Securitisation,” Journal of International Banking and Financial Law (September 2000) : 319-320.

ความคาดหวัง ดังนั้นจึงไม่สามารถทำการโอนกันได้จริงก็ตาม แต่ข้อตกลงการโอนสินทรัพย์ในอนาคตดังกล่าวก็ถือว่ามิมูลค่าที่จะโอนความคาดหวังนั้นได้ในทางหลักความยุติธรรมเพื่อมีผลเป็นการโอนทางกฎหมายและสามารถใช้ฟ้องร้องบังคับกันได้ทันทีที่สิทธิเรียกร้องดังกล่าวเกิดขึ้นจริง โดยมีเงื่อนไขว่า สิทธิเรียกร้องนั้นสามารถระบุได้ตามข้อตกลง” และนอกจากนี้คดี *In Re Tailby v. Official Receiver* (1888) (HL)²⁵: ผู้พิพากษา Lord Watson ได้ตัดสินว่า การโอนสินทรัพย์ในอนาคตสามารถผูกพันผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้โดยโอนกันตามหลักความยุติธรรม (Equitable Assignment) ซึ่งลักษณะลูกหนี้ อย่างน้อยต้องสามารถระบุได้แน่นอน และเนื่องจากยังไม่มีลูกหนี้อยู่ในวันที่ทำสัญญาโอนสินทรัพย์นั้น จึงยังไม่อาจโอนให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายได้ (Legal Assignment) แต่อย่างไรก็ดีเมื่อสินทรัพย์นั้น ได้เกิดขึ้นจริงก็ย่อมสามารถโอนให้มีผลสมบูรณ์ตามกฎหมายได้ โดยทั่วไปจึงพบว่าข้อตกลงโอนสินทรัพย์ในอนาคตมักระบุลูกหนี้และกำหนดว่าการชำระหนี้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตที่ได้จากลูกหนี้ต้องถูกส่งมอบแก่บัญชีที่ทรัสต์ถือไว้ในนามของผู้ลงทุน และเนื่องจากมีลูกหนี้จำนวนจำกัดและไม่ต้องกังวลเรื่องความสัมพันธ์ทางธุรกิจ ดังนั้นจึงมีการบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้ทุกครั้งที่เกิดลูกหนี้ขึ้นในธุรกรรมดังกล่าว เหตุผลที่ต้องบอกกล่าวทุกครั้งคือ

1. กรณีการโอนสินทรัพย์ในอนาคตมักปรากฏว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์ทำการโอนสินทรัพย์อันเดียวกันนั้นสองครั้งหรือมากกว่านั้นแก่ผู้รับโอนต่างรายกัน ผลทางกฎหมายคือ ผู้รับโอนที่มีสิทธิได้รับชำระหนี้ก่อนคือ ผู้รับโอนที่บอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้ก่อน มิใช่ผู้รับโอนที่รับโอนก่อน โดยในเรื่องดังกล่าวก่อปัญหาได้เสียกันว่า บริษัทเฉพาะกิจ ผู้รับโอนจะบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้ก่อนล่วงหน้าจะทำให้มีสิทธิรับชำระหนี้ก่อนบรรดาผู้รับโอนรายอื่นหรือไม่?

ความเห็นที่ 1 ศาลได้ตัดสินในคดี *In re the Dearle v. Hall Rute* ว่า การบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้ก่อนล่วงหน้า สามารถทำได้

ความเห็นที่ 2 ได้โต้แย้งความเห็นที่ 1 ว่า กรณีการโอนสินทรัพย์ในอนาคตอยู่นอกเหนือขอบเขตคำตัดสินข้างต้น เนื่องจากคดีนั้นเป็นกรณีโอนสินทรัพย์ที่มีอยู่แล้วเท่านั้น โดยเห็นว่าต้องบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือทุกครั้งที่เกิดลูกหนี้ขึ้น

ในทางปฏิบัติเมื่อปรากฏว่าสินทรัพย์ในอนาคตจะมีผลเป็นการโอนตามกฎหมายก็ต่อเมื่อลูกหนี้เกิดขึ้นจริงเท่านั้นจึงจำเป็นที่บริษัทเฉพาะกิจต้องคุ้มครองสิทธิของตนโดยการบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือแก่ลูกหนี้ทุกครั้งที่เกิดลูกหนี้เกิดขึ้นจริงเพื่อให้ตนมีสิทธิในสินทรัพย์นั้นก่อนผู้รับโอนรายอื่น

²⁵John Deacon, *Securitization : Principles, Markets and Terms* (Hongkong: Asia Law & Practice Publishing Ltd, 1998), p. 159.

2. ตามกฎหมายอังกฤษลูกหนี้ย่อมมีสิทธิหักกลบหนี้ที่มีต่อผู้โอนอ้างอิงยันต่อบริษัทเฉพาะกิจ ผู้รับโอนได้ทราบที่ลูกหนี้ไม่ได้รับการบอกกล่าวการโอนเป็นหนังสือ โดยบทบัญญัติดังกล่าวยอมทำให้บริษัทเฉพาะกิจต้องมีความเสี่ยงทางกฎหมายเกิดขึ้นในช่วงก่อนบอกกล่าวการโอนซึ่งไม่สามารถกำจัดได้ในธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ด้วยสินทรัพย์ในอนาคต ดังนั้นความสำคัญของการบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ทุกครั้งที่เกิดขึ้นจึงช่วยขจัดความเสี่ยงดังกล่าวได้มากขึ้น

ประเด็นหลักประกัน

โดยปกติผู้รับโอนย่อมต้องการได้สิทธิประโยชน์เหนือสินทรัพย์ในอนาคตที่ตนรับโอนมา โดยกฎหมายอังกฤษได้กำหนดเกี่ยวกับการให้หลักประกันที่เรียกว่า Fixed Charge หรือ Floating Chargeเหนือสินทรัพย์ในอนาคตไว้ตามที่กล่าวแล้วในบทที่ 2 หัวข้อ 2.2.7 กล่าวคือบริษัทเฉพาะกิจที่จัดตั้งขึ้นในอังกฤษสามารถจดทะเบียนชำระหนี้ได้ตามมาตรา 395 แห่ง the Company Act of 1985 ผลคือทำให้หลักประกันประเภทชำระหนี้มีผลในทันทีในแง่เป็นการโอนตามหลักความยุติธรรม โดยยังไม่มีสิทธิฟ้องร้องบังคับคดีสำหรับชำระหนี้ที่ติดมากับสินทรัพย์ในอนาคตจนกว่าลูกหนี้จะเกิดขึ้นจริง²⁶

ประเทศอังกฤษได้นำสินทรัพย์ในอนาคตมาทำธุรกรรมดังกล่าวหลังจากที่อังกฤษมีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจและปรากฏว่าโครงการต่าง ๆ ที่โอนมาเป็นภาระหน้าที่ภาคเอกชนนั้นต้องล่าช้า คุณภาพการก่อสร้างไม่ดีและประสบปัญหาทางการเงิน โดยในปี ค.ศ. 1989 รัฐบาลอังกฤษได้เข้าควบคุมโครงการสาธารณูปโภคพื้นฐานต่าง ๆ ที่เอกชนได้รับสัมปทาน เช่น การก่อสร้างถนน การบริหารสายการบิน การก่อสร้างอุโมงค์ เป็นต้น และต่อมาอังกฤษได้ขยายการนำสินทรัพย์ในอนาคตประเภทอื่นมาทำธุรกรรมเช่นกัน อาทิ รายได้จากฝั่ม รายได้จากบัตรเครดิต รายได้จากค่าสิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา รายได้จากธุรกิจสื่อสารมวลชน (Media Revenues) และรายได้จากค่าตั๋วเครื่องบินที่ London City Airport มาแปลงเป็นหลักทรัพย์²⁷ เป็นต้น

²⁶Xin Zhang, “Trends and Developments in Cross-Border Securitisation, Part 2 : Legal Structure of Project-Backed Securitisation,” Journal of International Banking and Financial Law, : 321.

²⁷John Elias, “Asset Securitization & Asset Backed Securities,” Paper presented at the JW Marriott, Kuala Lumpur, 24-25 July 2001. (Unpublished Manuscript)

2.2.3 ความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ (Bankruptcy and Reorganization Risks)

ในธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ของอังกฤษ หากปรากฏว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบริษัทเฉพาะกิจล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการอาจส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่นิติบุคคลเฉพาะกิจนำออกขายทำให้ต้องเสียหายดังนี้

1. ศาลอาจมีคำสั่งให้นำกระแสรายรับที่เกิดจากสินทรัพย์ที่บริษัทเฉพาะกิจรับโอนมาถูกนำมาไปใช้ในกิจการของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ผู้ล้มละลายได้โดยถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์อันทำให้ผู้ลงทุนไม่ได้รับชำระหนี้

2. บริษัทเฉพาะกิจมีสิทธิได้รับชำระหนี้แบบเจ้าหนี้ไม่มีประกันหรือต้องไปเฉลี่ยทรัพย์ร่วมกับบรรดาเจ้าหนี้คนอื่น ๆ ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์แบบเสมอภาคกัน (Pari Passu) ซึ่งผู้ลงทุนย่อมได้รับเฉลี่ยทรัพย์น้อยลง

3. สินทรัพย์นั้นต้องตกอยู่ภายใต้ภาวะหยุดพักชำระหนี้โดยอัตโนมัติ (Automatic Stay หรือ Moratorium) ทั้งนี้เพื่อป้องกันผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งมีฐานะลูกหนี้จากบรรดาเจ้าหนี้ทั้งหลาย กล่าวคือเจ้าหนี้เหล่านั้นจะต้องหยุดบังคับชำระหนี้และหยุดการกระทำต่าง ๆ ทางกฎหมายต่อสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์โดยทันที และเหตุนี้ผู้ลงทุนซึ่งเป็นเจ้าหนี้ดังกล่าวต้องรับชำระหนี้ล่าช้าออกไป หากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ทำหน้าที่เป็นตัวแทนเรียกเก็บและรับชำระหนี้แทนบริษัทเฉพาะกิจ

แต่อย่างไรก็ดีตามกฎหมายอังกฤษจะไม่รวมถึงเจ้าหนี้มีประกันด้วยสำหรับกรณีนี้ เหตุนี้เองที่หลักกฎหมายอังกฤษต่างจากสหรัฐอเมริกา เนื่องจากกฎหมายอังกฤษจะใช้หลัก Automatic Stay หรือ Moratorium ลักษณะจำกัด กล่าวคือหากบริษัทเฉพาะกิจมีฐานะเป็นเจ้าหนี้มีประกัน (Secured Creditor) ย่อมได้รับความคุ้มครองในการฟ้องร้องบังคับหลักประกันของตน และทำให้บรรดาทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ถูกกันไว้ให้บริษัทเฉพาะกิจเจ้าหนี้มีประกันนับแต่วันที่ยื่นคำร้องขอให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายและศาลสั่งหยุดพักชำระหนี้ (Stay) แก่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ในขณะที่กฎหมายสหรัฐอเมริกาไม่ได้คุ้มครองเจ้าหนี้มีประกันตามที่กล่าวแล้วในหัวข้อ 1.2.3²⁸

ดังนั้นในอังกฤษจึงได้มีความพยายามที่จะตัดความเสี่ยงล้มละลายหรือฟื้นฟูกิจการดังกล่าวออก และจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนให้อยู่ที่คุณภาพสินทรัพย์เท่านั้น โดยมีหลักการจัดโครงสร้างธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ซึ่งคล้ายสหรัฐอเมริกาอยู่ 4 หลักการดังนี้

²⁸John Deacon, Securitization : Principles, Markets and Terms, p. 74.

2.2.3.1) หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน²⁹

ในอังกฤษนั้น ได้มี “หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน” เกิดขึ้นเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา ซึ่งบริษัทเฉพาะกิจใช้จัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงมิให้ศาลสั่งใช้หลักการไม่คำนึงถึงความเป็นนิติบุคคลของบริษัท (the Doctrine of Piercing the Corporate Veil) อันช่วยเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการได้ในที่สุด กล่าวคือหลักการไม่คำนึงถึงความเป็นนิติบุคคลของบริษัทนั้นเป็นหลักที่ไม่ได้มีการบัญญัติไว้ในกฎหมายลายลักษณ์อักษร แต่ศาลได้สร้างหลักความยุติธรรม (Equity) เกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวขึ้นมา โดยหลักนี้ได้เกิดขึ้นจากคดี *Salomon v. Salomon & Co. Ltd.* ของอังกฤษ³⁰ ซึ่งได้ความว่าพ่อค้าคนหนึ่งตั้งบริษัทขึ้นเพื่อรับซื้อกิจการค้าตนเอง โดยให้บริษัทนั้นชำระราคาด้วยการออกหุ้นกู้ชนิดที่มีทรัพย์สินทั้งหมดของบริษัทเป็นประกัน ต่อมาบริษัทล้มละลาย แต่พ่อค้าผู้นั้นกลับได้รับชำระหนี้แต่ผู้เดียวเพราะเป็นเจ้าของหนี้มีประกัน ส่วนเจ้าหนี้อื่นของบริษัทหาได้รับชำระหนี้ไม่ อีกทั้งไม่อาจบังคับชำระหนี้เอาจากพ่อค้าผู้นั้นได้ด้วย ทั้งที่เขาเป็นผู้ควบคุมกิจการบริษัทนั้นเพราะทรัพย์สินและหนี้สินของบริษัทและผู้ถือหุ้นย่อมถือว่าแยกจากกันอันเป็นไปตามหลักที่ว่าบริษัทเป็นนิติบุคคลแตกต่างหากจากผู้ถือหุ้น เรียกว่า “ม่านนิติบุคคล” (the veil of incorporation) จะเห็นได้ว่าหลักดังกล่าวก่อให้เกิดความไม่เป็นธรรม ทั้งมีการใช้ความเป็นนิติบุคคลเพื่อทำผิดกฎหมาย (illegal) ในเรื่องต่าง ๆ หรือเพื่อฉ้อโกงบุคคลอื่น (fraud) หรือทำผิดวัตถุประสงค์ที่เหมาะสม (improper purpose) จนในที่สุดได้เกิดหลักหรือแนวคิดใหม่ที่จะให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องรับผิดชอบสำหรับกรณีดังกล่าวและรวมถึงกรณีที่ศาลถือว่าบริษัทแม่กับบริษัทในเครือเป็นบริษัทเดียวกันเพื่อที่ผู้เสียหายสามารถเรียกค่าเสียหายได้ หลักใหม่นี้เรียกว่า “การเจาะม่าน” (piercing the veil) หรือ “การยกเลิกม่าน” (lifting the veil) หรือ “การไม่คำนึงถึงความเป็นนิติบุคคล” (disregard of corporation) และในกรณีของธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นั้น กรณีที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์กับบริษัทเฉพาะกิจเป็นบริษัทในเครือเดียวกัน ต่อมาผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งจัดตั้งขึ้นโดยมีลักษณะหลีกเลี่ยงความรับผิดชอบและเกิดล้มละลายลง ศาลอาจสั่งว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจเป็นนิติบุคคลเดียวกันอันถือว่าไม่มีบริษัทเฉพาะกิจตั้งอยู่ย่อมได้ ทั้งนี้เพื่อเสาะหาผู้ต้องรับผิดชอบสำหรับการกระทำดังกล่าว

²⁹Ibid., p. 10.

³⁰โสภณ รัตนากร, คำอธิบายประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ว่าด้วย หุ้นส่วนบริษัท, (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์นิติบรรณการ, 2543), หน้า 235-236.

ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงมิให้ศาลใช้หลักการไม่คำนึงถึงสภาพความเป็นนิติบุคคลต่อบริษัท เฉพาะกิจอันทำให้ผู้ลงทุนต้องเสียหายได้จึงจำต้องวางโครงสร้างธุรกรรมที่เป็นไปตาม “หลักการจัดองค์กรให้ขาดจากกัน” โดยมีได้เป็นการจัดตั้งนิติบุคคลขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงหรือทำผิดกฎหมาย (legal) ไม่น้อ โกงบุคคลอื่น (unfraud) และไม่ทำผิดวัตถุประสงค์ที่เหมาะสม (proper purpose)

2.2.3.2) หลักการขายขาดหรือการขายที่แท้จริง (True Sale)

ในอังกฤษนั้น หลักเรื่องการขายขาด (True Sale) สำหรับธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถือว่าสำคัญมากเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา เนื่องจากช่วยกำจัดการกองสินทรัพย์ดังกล่าวออกจากบัญชีงบดุลของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้และทำให้กองสินทรัพย์นั้นมีเจ้าของผู้จำหน่ายสินทรัพย์อีกต่อไป แต่โอนตกแก่บริษัทเฉพาะกิจแล้ว ดังนั้นแม้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะล้มละลายย่อมไม่มีผลกระทบต่อสินทรัพย์แต่อย่างใดเพราะผู้จำหน่ายสินทรัพย์ไม่อาจเรียกสินทรัพย์นั้นกลับไปได้ อันถือว่าเป็นการช่วยแยกความเสี่ยงเกี่ยวกับผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลายออกจากสินทรัพย์ได้ แต่ถ้การโอนนั้นมีลักษณะเป็นการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน (Secured Loan) ย่อมทำให้ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ยังคงมีกรรมสิทธิ์เหนือสินทรัพย์นั้นอยู่โดยบริษัทเฉพาะกิจมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ที่มีกองสินทรัพย์เป็นหลักประกัน และถ้าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์ล้มละลาย สินทรัพย์นั้นต้องตกอยู่ภายใต้กฎหมายล้มละลายอันอาจทำให้ผู้ลงทุนต้องเสียหายได้

ดังนั้นการพิจารณาว่าการโอนสินทรัพย์ใดเป็นการขายขาดหรือการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน จึงจำเป็นอย่างยิ่ง โดยอังกฤษไม่มีกฎหมายเฉพาะในเรื่องนี้จึงต้องพิจารณากฎหมายแพ่ง กฎหมายล้มละลายและคำตัดสินของศาลเป็นสำคัญ โดยศาลอังกฤษมีอำนาจกำหนดถึงลักษณะนิติกรรม (Recharacterized) ว่ากรณีใดเป็นขายขาดหรือการกู้เงิน โดยมีหลักประกัน กล่าวคือจะพิจารณาจากปัจจัย 7 ประการเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกามาที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 1.2.3.2) อันได้แก่ (1) การไล่เบียด (2) การยึดหน่วงสิทธิและผลประโยชน์ในสินทรัพย์ (3) การกำหนดราคาซื้อขายสินทรัพย์ (4) การจัดการและรวบรวมสินทรัพย์ (5) การมีหนังสือบอกกล่าวการโอนแก่ลูกหนี้ (6) การปฏิบัติตามด้านภาษีและบัญชีตามมาตรฐานบัญชี “the UK Accounting Standard Board : FRS 5” (7) เจตนาของคู่สัญญา เป็นต้น³¹

จากที่กล่าวมานี้ทำให้เห็นแนวทางที่ศาลใช้วินิจฉัย และโดยลักษณะหลักดังกล่าวเป็นเรื่องความเป็นธรรมอันเป็นดุลยพินิจศาลที่ไม่อาจรวบรวมปัจจัยทั้งหมดมากกล่าวได้ แต่อย่างไรก็ดีบริษัท

³¹Richard Ambery and Simon Bowmer, “Why Don King needs a haircut”- Transfer and Assignment of Contracts : How to Sell Trade Receivables under English Law,” J.I.B.L., : 218.

เฉพาะกิจอาจเสี่ยงมิให้ศาลพิจารณาว่าการ โอนนั้นเป็นการกู้เงินมีประกันแต่เป็นการขายขาดได้ โดยจัดโครงสร้างธุรกรรมและนำปัจจัยที่กล่าวในข้างต้นมาเป็นแนวทางได้

2.2.3.3) หลักการโอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้

ในอังกฤษนั้นได้มี “หลักการโอนสินทรัพย์ที่ไม่อาจถูกเพิกถอนได้” เกิดขึ้นเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา โดยเป็นหลักที่บริษัทเฉพาะกิจใช้ในการจัดโครงสร้างธุรกรรมดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงตามกฎหมายล้มละลายและฟื้นฟูกิจการ กล่าวคือตามกฎหมายล้มละลายอังกฤษ (the Insolvency Act of 1986) ได้กำหนดว่า ถ้าหากผู้จำหน่ายสินทรัพย์กลายเป็นลูกหนี้ในคดีล้มละลาย เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ซึ่งทำหน้าที่รวบรวมทรัพย์สินของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ เพื่อนำไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ อาจเรียกเอาสินทรัพย์ที่โอนให้แก่บริษัทเฉพาะกิจไปแล้วกลับเข้ามายังกองสินทรัพย์ของผู้จำหน่ายสินทรัพย์ได้ในกรณีดังต่อไปนี้³²

1. การโอนที่มีลักษณะฉ้อฉลเจ้าหนี้ (Defrauding Creditors) ตามมาตรา 213
2. สัญญาที่มีภาระหนักเกินควร (Onerous Property) ตามมาตรา 178
3. การโอนที่มีมูลค่าสินทรัพย์ที่โอนต่ำกว่าเกินไป (Undervalue) ตามมาตรา 238
4. การโอนที่ให้เปรียบเจ้าหนี้อื่น (Preferential Transfer) ตามมาตรา 239

อนึ่ง เพื่อป้องกันมิให้การโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจต้องเสียไปจึงต้องจัดวางโครงสร้างธุรกรรมมิให้มีลักษณะการ โอนที่อาจถูกเพิกถอนได้โดยเจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ตามที่กล่าวมาแล้ว

2.2.3.4) หลักการปลอด หรือห่างไกลการล้มละลาย (Insolvency Proof or Remoteness Entity)

สำหรับหลักการปลอดหรือห่างไกลการล้มละลายในอังกฤษนั้นคือ แนวคิดการจัดรูปแบบบริษัทเฉพาะกิจให้มีลักษณะที่เหมาะสมเพื่อให้ห่างไกลจากการล้มละลายหรือไม่อาจล้มละลายได้ และแม้ว่าผู้จำหน่ายสินทรัพย์จะล้มละลาย บริษัทเฉพาะกิจก็จะไม่ได้รับผลกระทบด้วยเช่นเดียวกับสหรัฐอเมริกา กล่าวคือตามหลักกฎหมายอังกฤษมีวิธีจัดวางรูปแบบบริษัทเฉพาะกิจไว้ดังนี้³³

³²Christian Lambie, “Whole business securitisation,” PLC. (December 2000) : 42-43.

³³Charles Stone, Anne Zissu and Jess Lederman, Asset Securitization : Theory & Practice in Europe, pp. 504-505.

1. จำกัดขอบเขตการทำธุรกรรมของบริษัทเฉพาะกิจ โดยให้ทำแต่เพียงธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์เท่านั้น
2. จำกัดขอบเขตการก่อหนี้สินของบริษัทเฉพาะกิจเพื่อลดโอกาสถูกฟ้องล้มละลาย
3. จำกัดการยื่นคำร้องขอล้มละลายโดยสมัครใจ (Voluntary Bankruptcy)
4. จัดตั้งกรรมการอิสระในบริษัทเฉพาะกิจเพื่อป้องกันการถูกบังคับให้เข้าสู่ภาวะการล้มละลาย
5. จัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจในรูปแบบ “ทรัสต์” เพื่อคอยดูแลผลประโยชน์ผู้ลงทุนอื่นป้องกันการล้มละลายของบริษัทเฉพาะกิจได้

จากที่กล่าวมาทั้งหมดจะเห็นได้ว่าอังกฤษมีวิธีการจัดโครงสร้างธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ที่ศาลมีอาจจะสั่งใช้หลักการไม่คำนึงถึงสภาพนิติบุคคลของบริษัท (Disregarding the Corporate Veil) การโอนสินทรัพย์ระหว่างผู้จำหน่ายสินทรัพย์และบริษัทเฉพาะกิจมีลักษณะขายขาดและไม่อาจถูกเพิกถอนได้ และบริษัทเฉพาะกิจมีลักษณะที่ไม่อาจล้มละลายได้โดยนำไปจย้างตั้งขึ้นมาเป็นแนวทางอันจะช่วยขจัดความเสี่ยงที่ผู้จำหน่ายสินทรัพย์หรือบริษัทเฉพาะกิจล้มละลายหรือถูกฟื้นฟูกิจการและความเสี่ยงของผู้ลงทุนจะจำกัดอยู่ที่คุณภาพของสินทรัพย์เท่านั้นได้ในที่สุด