

【實務新知】



郭怡君（證基會助理研究員）

壹、前言

2021年3月24日韓國國會通過《金融投資服務和資本市場法》（Financial Investment Services and Capital Markets Act，簡稱FSCMA）有關私募股權基金相關條文之修訂，將於2021年10月21日施行。配合上述FSCMA修訂，韓國金融監理委員會（下稱FSC）已修訂FSCMA之授權法規於8月3日定案，新私募股權基金制度於今年10月上路。

韓國自2004年開始開放私募股權基金，並在2011年開放避險基金設立，歷經多年發展，至2020年底共855支私募股權基金，資產管理規模達97.1兆韓元¹（約新台幣2.3兆）。然而，2018年私募股權基金Lime Asset Management及2020年Optimus Asset Management等私募股權基金公司接連爆發醜聞，重創投資人信心，因而促使韓國著手強化私募股權基金規定及投資人保護。

1 The Korea Herald, 2021/7/21, "Private equity fund-led deals touch new high in 2020", <http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20210721000792>

貳、近期弊案

一、Lime Asset Management 案²

Lime Asset Management 設立時為投資顧問公司，自 2015 年開始經營私募股權基金，2019 年 6 月的巔峰時期，Lime 曾為韓國最大避險基金，管理 5.7 兆韓元資產。然而，韓國金融監督局（Financial Supervisory Service，簡稱 FSS）懷疑 Lime 隱瞞虧損，在 2019 年 6 月開始對其進行調查，消息經媒體曝光後引發大量投資人贖回，Lime 在 2019 年 10 月 10 日開始因流動性不足暫停投資贖回。

Lime 除了投資衍生性商品造成鉅額虧損，隱瞞投資海外投資損失，大量的未上市資產無法變現引發流動性問題，且 Lime 先前運用總收益互換交換（Total Return Swap，以下簡稱 TRS），使其可透過槓桿以最低預付金額控制資產，據 TRS 協議 Lime 與金融機構出現借貸關係，由金融機構買入資產並持有法律上的所有權，基金透過協議獲得固定的資產報酬。然而，在面臨清算情況下，借款方的金融機構債權人順位優先於個人投資人，故占比約 6 成的個人投資人實際上承擔更多損失，然因產品結構複雜，這些個人投資人對於所面臨的風險事先並不知情。

二、Optimus Asset Management 案

Optimus Asset Management 宣稱其所管理之資產主要投資於國營事業之應收帳款，多位受害人表示證券商介紹其商品時將其形容為「除非韓國破產，否則 100% 安全的產品」。但 Optimus 與券商簽訂銷售合約時提供虛假資料，實際上投資於非公開發行債券等風險資產，部分資金甚至去向不明³。

在 Optimus 的案例中，主要銷售機構 NH Investment&Securities⁴ 未經查證即依 Optimus 提供之片面資料銷售商品，作為保管銀行的 Hana Bank 及基金行政管理人的 Korea Securities Depository 亦均未監督資產管理公司，而提交給 FSS 的報表明顯可看出投資項目不符（附表中同時顯示主要投資公司債、95% 投資於公營事業的資產抵押債券）。

目前全案仍在調查中，而 Optimus 創辦人 Lee Hyuk-jin 自 2018 年逃往美國後至今

2 IHS Markit, “Special Report on South Korea: New Valuation Rules for Private Equity Funds — Restoring trust in the aftermath of the DLF and Lime scandals”, 2020/07

3 Kang Jae-Eun, “Optimus fraud was massive, dramatic and audacious”, Korea Joongang Daily, 2020/7/23, <https://koreajoongangdaily.joins.com/2020/07/23/business/finance/optimus-fund-private-equity-funds/20200723180200391.html>

4 Son Ji-hyoung, “NH Investment ‘fully responsible’ for W300b Optimus misselling: FSS”, Korea Herald, 2021/4/6, <http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20210406000829>

未回國，而 Optimus 與一些政府高官及政界人士之關聯，多位重要政經人士曾任該公司顧問，亦使此案後續調查過程受質疑⁵。

三、規避手法

韓國規定私募股權基金投資人不得超過 49 人，但依先前規定，若子基金投資占比不滿 10%，該子基金的投資人可不列入計算。而 Lime 及 Optimus 即透過此漏洞，創設許多投資占比不滿 10% 的子基金來規避法規，致其雖註冊身分為私募股權基金，實際上相關受益人數更類似公募基金，受害人數因而廣大，前者涉約 4,000 人⁶、後者涉約 3,200 人⁷，許多個人投資人將畢生積蓄及退休金投入其中，損失金額分別達 1.6 兆及 1 兆韓元⁸。

參、改革計畫

上述兩起弊案爆發後，韓國陸續推出多項改革，首先於 2019 年 11 月 14 日提出改革計畫，並對私募股權基金市場進行調查研究、納入多方專家意見後，2020 年 2 月 14 日公布私募股權基金監管架構之改革計畫⁹，包括¹⁰：

一、由市場紀律強化風險管理：希望藉由讓不同的市場參與者發揮彼此制衡的監督作用，針對不同市場參與者分別提出以下改善措施：

(一) 基金管理公司：要求向 FSS 回報「檢查表」和法律遵循結果，以加強內控及風險管理。為確保基金資產評估公正，除了建立非上市股票等無公開交易市場資產之評估標準、交叉交易須經獨立機構且限制交易上限於平均存量 20% 以內，規模達 500 億韓元之私募股權基金並強制要求須有外部稽核。此

5 Son Ji-hyoung, “Political figures cleared in hedge fund scandal”, Korea Herald, 2021/8/8, <http://www.koreaherald.com/view.php?ud=20210808000202>

6 Kang Jae-Eun & Rich Meyer, “[DEBRIEFING] The curious case of the missing trillions”, Korea Joongang Daily, 2020/11/29, <https://koreajoongangdaily.joins.com/2020/11/29/business/indepth/debriefing-private-equity-PEF/20201129141100521.html>

7 Woo Jae-yeon, “After convictions of Optimus fund fraudsters, suspicions, damage still remain”, Yonhap News, 2021/7/21, <https://en.yna.co.kr/view/AEN20210721008200315>

8 Lee Ho-Jeong, “Private equity to be more tightly regulated with new law”, Korea Joongang Daily, 2021/3/9 <https://koreajoongangdaily.joins.com/2021/03/09/business/finance/private-equity-fund-Investment-FSC-regulation/20210309182600355.html>

9 2020 年 2 月 14 日最初公布版本僅限於避險基金，經 2020 年 4 月 27 日經修訂擴大後，適用所有私募股權基金。

10 韓國 FSC 2020/4/27 新聞稿：“FSC Finalizes Measures to Improve Regulatory Framework on Private Equity Funds”

外，對於保管人的規模要求，除最低資本門檻 7 億韓元，另須依基金規模新增 0.03% 額外準備金。

- (二) 基金銷售者：基金售後須追蹤責任，確認投資資訊的適當性，並持續檢查投資策略和資產管理是否如所提供資訊進行投資。
- (三) 保管及主要經紀服務提供者：要求須評估私募股權基金的槓桿及風險程度。

二、為強化投資人保護，針對私募股權基金採開放式基金架構、進行多層次投資，以及運用 TRS 等均需加強規範：

- (一) 若基金投資非流動性資產達 50% 以上，則禁止以開放式基金設立，且以開放式基金設立者，每年至少需進行一次壓力測試、針對流動性風險制定緊急應變計畫，並向投資者提供關於基金流動性風險的資訊。
- (二) 要求私募股權基金須向投資人提供更多子基金的多層結構資訊，並禁止同一私募股權公司多項基金間交叉投資。
- (三) 除將透過 TRS 協議所得到之槓桿納入基金的總槓桿上限（基金資產 400%），對於為獲得槓桿為目的之 TRS，限縮交易對手為主要經紀商，且要求主要經紀商對私募股權基金進行槓桿風險管理。此外，也要求在經紀商提前終止 TRS 協議三天前須達成利益相關人協議。

三、加強監督檢查，包括加強對不當銷售行為的監控及報告要求、對基金管理和其他營運要求不符合規定的基金管理公司實行快速撤銷註冊制度，並強化韓國金融投資協會的自律功能，讓其對基金管理公司的內部控制和風險管理要求制定清單並定期評估。

肆、陸續修法

一、修訂行政指引

由於上述改革計畫須修法，2020 年 7 月 28 日¹¹FSC 先透過發布行政指引來加強私募股權基金銷售方和受託人對基金管理公司的監督，並要求私募股權基金進行自我檢查。首先，為保護投資人，除要求基金銷售方檢查投資的詳細資訊及基金管理，並在贖回延遲發生時須暫停銷售，也要求保管人和行政管理人檢查基金管理公司是否從事任何

11 韓國 FSC 2020/7/28 新聞稿：“FSC Issues Administrative Guidance on Private Equity Funds”

非法或不公平的銷售行為、禁止來自同一實體的基金交叉交易和強迫行銷行為。另所有 2020 年 5 月 31 日前發行之私募股權基金都需自我檢查，確認管理人員和受託人的資產報表是否一致、資產是否確實存在，以及投資資訊、集體投資規則和基金管理的適當性。

二、修訂《金融投資服務和資本市場法》執行令

2021 年 3 月 9 日¹²FSC 修訂《金融投資服務和資本市場法》執行令，以修補子基金占主基金投資金額比例低於 10% 時，不需納入投資人數上限之漏洞，新規要求當單一私募股權基金管理公司的多個連結基金投資於主基金，且其總投資額占主基金 30% 以上時，連結基金的投資人數將計入主基金的投資人數。另先前規定私募股權基金每六個月須提供一次報告，資產規模低於 100 億韓元的私募股權基金甚至可僅每年報告一次，但新規要求所有基金必須每三個月報告一次，且限制由同一實體管理的私募股權基金間的交叉投資，並禁止將基金投資與提供貸款條件綁架的不當銷售行為。

三、修訂《金融投資服務和資本市場法》

2021 年 3 月 24 日韓國國會通過修訂《金融投資服務和資本市場法》¹³，對於私募股權基金作出更進一步架構性調整，新規範自 2021 年 10 月 21 日開始生效，6 月 23 日 FSC 並公布相關下級規定之修訂¹⁴，以利新制上路。而新制的最大差異為：

(一) 私募股權基金分類架構：原先韓國的私募股權基金架構，係依其基金管理目的區分為「專業投資型 (professional investment type, 如避險基金)」和「管理參與型 (management participation type)」，新分類方式將根據投資人類型分為「一般私募股權基金 (general PEFs)」和「機構專屬私募股權基金 (institution-only PEFs)」。除了藉由將原先兩種募股權基金的不同規範整合為單一監理架構，以提高基金監理效率，在新的分類方案下，合格個人投資人（投資金額達 3 億韓元）只能投資「一般私募股權基金」，並將加強對投資「一般私募股權基金」的合格個人投資人保障。

(二) 普通合夥人 (general partners) 之監理：將推出新的註銷登記制度，快速淘汰一定時期內不符合要求的基金管理公司。為便於金融當局對普通合夥人定

12 韓國 FSC 2021/3/9 新聞稿：“Government Approves Revision Bill to Strengthen Investor Protection with PEFs”

13 韓國 FSC 2021/3/24 新聞稿：“FSCMA Revisions for Improving Rules on PEFs Passed by the National Assembly”

14 韓國 FSC 2021/6/23 新聞稿：“Revision to FSCMA and Lower Regulations to Improve Investor Protection and PEF Management”

期監管，普通合夥人將被要求在兩週內報告其商業登記狀態變化，並每年提交一次財務報表，且賦予主管機關檢查普通合夥人之權利，以確保市場的穩定和秩序。

- (三) 私募股權基金投資人人數限制：將私募股權基金的投資人總數（包含合夥人）上限至 100 人，但在 100 投資人中，個人投資人上限仍不得超過 49 人。

伍、韓國案例之啟示

隨著修訂版《金融投資服務和資本市場法》上路，韓國這場私募股權基金醜聞所引發長達近兩年之修法暫且告一段落。整體而言，對私募股權基金加強資訊揭露、核實資產真實性、加強對個人投資人的保護為本次改革重點。

我國金管會自 106 年起開放投信經申請核准，得透過子公司設立、受託管理私募股權基金（金管證投字第 1060009113 號令經金管證投字第 10803108371 號令修訂、金管證投字第 10600091131 號令），並於 107 年開放證券商得投資私募股權基金、得透過子公司擔任普通合夥人（金管證券字第 10703209012 號令）。為擴大保險業及其他資金透過國內私募股權基金投資重要策略性產業，以促進產業及經濟發展，國發會今年 6 月另發布《促進私募股權基金投資產業輔導管理要點》。

實務上，因個人資金較難確保在開始進行投資時能準時到位，目前我國私募股權基金較不傾向爭取個人投資，而較偏好引入壽險等機構之資金。另依國家發展委員會 6 月公布之《促進私募股權基金投資產業輔導管理要點》，也規範私募股權基金完成資金募集後須提供實質受益人名單¹⁵，並在開始投資後 5 年內，每年提供業務及財務報告給國發會¹⁶。

韓國所面臨的問題中，除了資產不實重創市場信心，透過多層次投資結構規避投資人數上限規範，更使受害人數暴增。我國在發展私募股權基金之際應引以為鑒，讓市場參與者發揮更多監督制衡角色，確保私募股權基金市場的長期發展。

15 《促進私募股權基金投資產業輔導管理要點》七、依本要點取得資格函之私募股權基金，完成資金募集後，應於一個月內檢附下列文件送國發會備查；該文件內容於私募股權基金存續期間有異動者，亦同：

(一) 屬公司型態之基金，應檢附公司股東、董事、監察人及實質受益人名冊。

(二) 屬有限合伙型態之基金，應檢附有限合伙合夥人及實質受益人名冊。

本會就前項文件內容，必要時得派員查核，私募股權基金應予配合。

16 《促進私募股權基金投資產業輔導管理要點》九、私募股權基金於取得資格函後，應自開始投資之營業年度起五年內，每營業年度終了後六個月內，向國發會申報業務報告及經會計師查核簽證之年度財務報告。