

107 年 1 月 25 及 26 日

臺灣私募股權基金實務訓練課程

開放私募股權基金業務，協助實體經濟茁壯發展

摘要實錄

臺灣私募股權基金實務訓練課程

開放私募股權基金業務，協助實體經濟茁壯發展

目 錄

1 月 25 日

活動議程-----	3
主題一：臺灣發私募股權基金機會與挑戰-----	5
主題二：國外私募基金發展-----	7
主題三：實業投資-全球運輸，物流，航空和海運基金-----	8
主題四：我國開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金---	10
主題五：私募股權基金的募集（法律實務面概說）-----	11
主題六：私募股權基金投資運作及案例分享-----	13

1 月 26 日

主題七：私募股權基金的融資策略及風險考量-----	14
主題八：私募股權基金之稅務處理及案例分享-----	16
主題九：私募股權基金之投資管理模式-----	17
主題十：私募股權基金之評價與案例演練-----	18

臺灣私募股權基金實務訓練課程

開放私募股權基金業務，協助實體經濟茁壯發展



金融監督管理委員會於 106 年 8 月 3 日開放投信事業可申請核准轉投資子公司設立私募股權基金，期以擴大投信事業業務範圍、增加資產管理規模，以及引導國內機構投資者的資金投入國內基礎建設與新創產業。資產管理人才培育與產業發展基金經委員會決議本基金會規劃辦理本課程，研討主題包括：「私募股權基金投資運作及案例分享」、「基金募集法律實務面」、「融資策略及風險考量」以及「稅務處理及案例分享」等(研習議程如次頁)，專程邀請倫敦、香港及多位國內私募基金領域資深專家出席分享實務經驗，期能提升我國資產管理人才職能。本課程於 1 月 25 及 26 日舉行，參加學員共計 178 位學員，分別來自主管機關、周邊單位、投信投顧業者及其它金融業等。

臺灣私募股權基金實務訓練研習課程 議程

第一天 2018/1/25(星期四)

時間	主題	講席
09:15-09:25	貴賓致詞	金管會證期局 周惠美副局長
09:25-09:30	主辦單位致詞	證基會 張麗真總經理
09:30-10:00	臺灣發展私募股權基金機會與挑戰(一)	Mr. Paul C.W. You, MD, JP Morgan Asset Management
10:00-10:30	臺灣發展私募股權基金機會與挑戰(二)	國泰投信私募股權投資部 彭俊豪協理
10:30-10:40	Break Time	
10:40-11:25	國外私募基金發展	Mr. Eric Chan, MD, JP Morgan Asset Management
11:25-12:10	實業投資 –全球運輸,物流,航空和海運私募基金	Mr. Stephen Wong, ED, JP Morgan Asset Management
12:10-12:30	Q &A	
12:30-14:00	Lunch	
14:00-14:20	我國開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金	金管會證期局投信投顧組 陳麗玲組長
14:20-15:20	私募股權基金的募集(法律實務面概說)	眾達國際法律事務所 王懷宇 律師
15:20-15:40	Break Time	
15:40-17:00	私募股權基金投資運作及案例分享	眾達國際法律事務所 林 雋 資深顧問

第二天 2018/1/26(星期五)

時間	主題	講席
----	----	----

09:30-10:50	私募基金公司的融資策略及風險考量	凱基銀行 楊雅雯協理
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	私募基金公司之稅務處理及案件分享	勤業眾信聯合會計師事務所 廖哲莉 會計師
12:30-14:00	Lunch	
14:00-15:20	私募股權基金之投資管理模式	德勤財務顧問股份有限公司 潘家涓 執行副總經理及任孝穎 協理
15:20-15:40	Break Time	
15:40-17:00	私募股權基金之評價與案例演練	德勤財務顧問股份有限公司 潘家涓 執行副總經理及任孝穎 協理

貴賓與主辦單位致詞



金融監督管理委員會證券期貨局周惠美副局長表示：我國整體資產管理規模，包括國內基金，境外基金以及全權委託，至目前為止已達新台幣 7.2 兆以上，但幾乎全部都以財務型投資為主，完全不涉入企業經營；為協助投信業進一步擴大業務範圍，且有效引導資產管理資金至實體經濟，如綠能、五加二產業等，金管會於 106

年已正式開放投信事業得以子公司形式成立私募股權基金，除期許未來相關產業與實體經濟能相互扶持共同壯大，也希望能因投資機會的擴大，吸引更多優秀人才投入資產管理的領域。



本基金會張麗真總經理致詞表示：私募股權基金雖然對大部分國內從業人員仍是較新的領域，但是在國際上早已發展多年，所牽涉的領域包括投資策略、投資風險、融資架構、會計審計、稅務規劃及投資後管理等，涵蓋層面非常廣泛，證基會此次銜命首度辦理私募股權基金主題課程，為協助參訓人員有效掌握全貌，特將課程

架構定調以全面性以及實務性為主，也非常感謝包括來自摩根資產管理、國泰投信、眾達法律事務所、凱基銀行以及勤業眾信會計師事務所及財務顧問公司的鼎力協助，才能在短短兩天的時間內提供這麼豐富的課程，未來證基會也會繼續配合主管機關，以及投信顧公會的需求，繼續辦理一系列相關主題的課程及研討會，共同為產業提升以及人才培訓貢獻心力。

主題一：臺灣發展私募股權基金機會與挑戰(一)

講座：摩根投信 尤昭文總經理



摩根投信尤總經理說明：就定義分類上，今天臺灣開放的私募股權基金，性質上比較偏向私人投資 (Private Investment) 中的企業直接投資 (Direct Investment)，也就是收購私有企業或基礎建設的股份，這與目前一般所做財務性投資之公共投資 (Public Investment) 最大不同，即在於前者不僅在投資前要針對投資標的，花費更巨大的資源及心力進行先期調查及評估，投資後並持續參與經營管理，為投資標的創造價值，以獲得較一般財務性投資更高的投資報酬率。

以此投資型態而言，通常私募股權基金的報酬率曲線會以 J-Curve 的形式呈現，主要因為所投資的案件，在簽約之前就必須要投入較長的時間及成本，但是到最後完成任務出場的時候，往往能創造高於一般財務性投資高出數倍的報酬（年化報酬率約 20%~30%以上）。

從產業發展來看，目前全球另類投資，包括對沖基金以及私募股權基金在內，總規模已成長到 6~7 兆美元，約佔整體資產管理市場 70 兆美元的 1/10，除了在 2008 年因金融海嘯有短期回跌，近年來仍呈現快速成長趨勢。再者，近年來全球利率環境持續低檔，退休基金及壽險資金對更高報酬率標的之需求大幅提升，所以也提升了私募股權基金的成長規模。尤總經理強調：過去外界對私募股權基金印象，常有唯利是圖或資本市場禿鷹的迷思，但是就過去多起案例來看，除了在初期因調整人力結構，可能產生的不利影響外，對於企業經營治理、生產效率、技術或商業模式創新，甚至整體經濟成長率，其實都有非常正向的影響，像 2015~2016 臺灣本土私募股權基金所投資的聯廣傳播以及億豐窗簾，都對企業整體體質及競爭力有了大幅度提昇。

主題一：臺灣發展私募股權基金機會與挑戰(二)

講座：國泰投信 彭俊豪協理



國泰投信彭俊豪協理認為：台灣想要發展私募股權基金產業，機會的確是相當巨大，包括政府正在積極推行的五加二產業及前瞻計畫，都是急需資金挹注及技術投入的領域；或是許多未上市櫃的隱形冠軍企業，正面臨產業競爭力或接班人難覓的問題，這些企業若能獲得私募股權基金的投資進駐，的確能有效取得解決問題的方案。

但是另一方面對有意加入的業者來說，挑戰相對也非常嚴峻；首先，面對案源客戶，心態不能像過去做財務性投資時，單純的只是提供投資資金而已，現階段發展私募股權基金所需要的人才，並不是懂股票、債券及衍生性商品投資交易的財金人才，而是要懂實業經營與管理，能為企業創造價值的人才，因為很多案源的企業主需要的根本不是資金。

一般而言，私募股權基金本身生命週期長達 10 年以上，且前期是資金需求時期，多半只有保險公司類型之機構投資者，才能符合這樣的資金來源標準。以國泰人壽為例，過往投資已超過 100 檔以上的私募股權基金，對私募股權基金的認識跟評估專業能力都非常的高，因此新進的私募股權基金其本身之專業能力一定要充分，才能與保險公司取得募資資金。

最後，私募股權基金本身的投資策略與出場策略的定位是否明確，也是運作能否成功的重要關鍵，經理人必須評估自身條件，以及標的案源適合的是槓桿收購、成長資本，還是基礎建設？要出場時準備要 IPO 上市？還是能找得到下一個策略投資者 (Trade Sale)，或由下一個私募股權基金接手 (Secondary Sale) ？只要這些基本關鍵因素都能充分掌握，並克服目前尚不足之處，相信未來臺灣的投信業者發展私募股權基金前景是相當值得期待的。

主題二：國外私募基金發展

講座：JP Morgan Asset Management, Eric Chan, Managing Director



主講人首先從 JP Morgan 集團中的私募股權團隊(Private Equity Group ; PEG)運作現況開始談起：PEG 的操作策略相當多元，他們會做直接投資，也會加入別的 Private Equity 共同擔任有限合夥人 (Limited Partner ; LP), 或是在二級市場中承接前一個私募股權基金賣出的案子等，但是不管是哪一種形式，

評估每一個案子中，被投資企業本身的基本面、企業所處產業趨勢，以及企業本身有沒有發展獨特競爭力等，都是 PEG 決定是否參與的關鍵。

如果是投資其他私募股權基金，除了看公司品牌之外，有些基金雖屬新創團隊，若其經理人本身過去在私募股權基金行業中，已累積相當資歷跟人脈，雖然公司規模不大，但考量其專業能力與過往績效，可以預判其投入的動力更加巨大，PEG 對於這種所謂的 Emerging Manager 也很有興趣，自 1980 年代以來也有很多次成功的投資經驗，且事後也證明許多這些具有高度潛力經理人，的確將企業發展成業界的主流品牌；至於直接投資的部分，目前 PEG 最關注的主要有健康醫療產業及中國的新創企業，因為他們分別具有長期穩定且成長的現金收入，以及未來龐大的發展潛能。

以目前全球私募股權基金發展的幾個重要數據來看產業發展的態勢：自 2007 年以來，私募股權基金購併目標企業的金額，以及所使用的槓桿乘數都約當是稅前息前折舊攤銷前獲利(Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization ; EBITDA)的 10 倍及 5 倍左右，基金規模大多落在 5 億美金以下，可見中小型的基金占了相當大的比例，除了直接投資的模式外，私募股權基金的次級市場交易量也在金融海嘯後有了明顯的成長 (2008/200 億美金 ~2016/370 億美金)，主要原因包括：大型資產管理業者的投資組合配置需求，

以及私募股權基金的普通合夥人(General Partner ; GP)的結構重組等。至於全球私募股權基金經理人目前最關注的幾個案源領域，主講人認為：將與千禧世代崛起、手持或穿戴式裝置的爆發、人工智慧應用普及以及新工業革命等四大趨勢緊密相關。

以區域而言，歐美傳統私募股權基金市場仍舊穩定發展；在亞洲方面，尤其是中國大陸，從 2010 年後的跳躍式成長，吸引了全球各大私募股權基金業者爭相搶進。中國市場本身的結構，也已擺脫以製造業外銷為主流，並因應其社會型態之轉變、科技加強應用、工業 4.0 推展以及新商業模式創新，而形成之新類型科技及民間消費相關企業，是最受到國際私募股權基金關注。

主題三：實業投資-全球運輸，物流，航空和海運私募基金

講座：JP Morgan Asset Management, Stephen Won, Executive Director



主講人首先就私募基金被歸屬於金融類別之產品的想法予以說明：就他個人以及 60%的團隊成員而言，皆為工程背景出身，即使從事私募基金投資多年，他個人仍認知自己是工程師身份的成分，更大過於是投資銀行家的成分。

主講人認為：選擇運輸物流業作為投資標的好處，可歸納為以下幾點：1.穩定且較高固定收入報酬：以其所持有的一隻投資在長期（10~12 年）租約的基金來看，對比同樣效期是 10 年期的投資級公司的長期債券，債券能拿到的殖利率大約是 2.9~3%，投資長期租約的基金的報酬率則大約是 10~12%，基本上風險是完全一樣；2.與其他金融類資產的相關性幾乎趨近於零，因此對投資組合提供了絕佳的風險分散效果；3.稅負成本低：許多海運公司或其資產都是註冊在境外的免稅天堂，因此私募基金投資在此類資產，可以獲得稅賦上的優惠；4.匯率風

險極低：投資在其他產業的全球性私募基金，必須面臨不同投資標的使用不同貨幣而產生匯率波動風險，但是全球海運類公司多以美元做報價，並無匯率波動問題；5.通膨保護：如同房地產及大型基礎建設，運輸業投資本身也具有較高程度的通膨保護特性。

主講人進一步說明國際金融市場重要趨勢為全球運輸類所帶來的機會：首先是 Basel III 等全球性金融監管協定，針對長期性資產或租約貸款融資的限制大幅上升，使得大型國際商業銀行從此一市場撤出，造成銀行產業對其他來源的投資需求急遽升高，也因此提供全球運輸投資私募基金的巨大機會；另一方面，運輸產業雖說是古老但穩定的產業，若透過私募基金團隊具有專業工程及技術背景團隊投資進駐，並結合外部新科技與技術，如無人車及新能源等，將有效提高被投資企業價值與國際競爭力，並提升私募基金報酬率。

主題四：我國開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金

講座：金融監督管理委員會證券期貨局投信投顧組 陳麗玲組長



陳組長就開放證券投信事業辦理私募股權基金的目的及預期效益等說明：1. 引導國內機構投資者之資金投入國內實體產業發展；2. 擴大投信事業業務項目、增加資產管理規模與營收；3. 有助於國內資產管理人才培育等。

陳組長接續就本次開放之三大項目，

說明如下：

開放項目1:投信事業轉投資子公司擔任私募股權基金之普通合伙人（General Partner；GP）

1. 該子公司應為有限責任法人。
2. 該子公司擔任私募股權基金之普通合伙人，合夥契約或相關契約文件須明訂各合夥人之責任、投資標的產業與業務範圍、投資及管理決策程序，並建置內部投資審查委員會。
3. 禁止相互交易，以避免利益衝突。
4. 投信事業應評估該子公司擔任普通合伙人之私募股權基金得投資之種類、範圍及風險，並經董事會決議通過。
5. 該子公司擔任普通合伙人之私募股權基金，擬投資之標的事業與投信事業有利害關係者，應事先經各合夥人書面同意，或於合夥契約或相關契約文件中特別約定。
6. 該子公司擔任普通合伙人之私募股權基金，不得對他人資金貸與、背書保證或向他人借貸資金。

開放項目2: 投信事業受託管理私募股權基金

1. 投信事業辦理受託管理私募股權基金業務，應設置專責部門，並配置適足

及適任之人員。投信事業可派任專責部門人員，至所管理之私募股權基金或該私募股權基金投資標的事業等相關機構(例如私募股權基金為投資目的而設立之特定目的事業)兼任職務。

2. 管理私募股權基金之專責部門人員，不得辦理專責部門以外之業務。
3. 禁止相互交易，以避免利益衝突。
4. 應訂定相關內控制度與風控管理機制。
5. 投信事業受託管理私募股權基金，投資標的事業與本事業有利害關係者，應事先經客戶書面同意，或於受託管理契約中特別約定。

開放項目3： 投信事業得就受託管理之私募股權基金引介專業投資機構參與投資

1. 專業投資機構係指符合「金融消費者保護法」第4條規定者。例如國內外之銀行業、證券業、保險業、政府基金及退休基金等。
2. 應訂定相關內控制度與風控管理機制。
3. 不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。

主題五： 私募股權基金的募集（法律實務面概說）

講座： 眾達國際法律事務所 王懷宇律師



王懷宇律師指出：國際私募股權基金基於運作彈性及稅賦考量，幾乎都是以有限合夥形式，也就是普通合夥人及有限合夥人共同組成，普通合夥人會負責私募股權基金的實際營運及管理，普通合夥人一職通常由在業界多年經驗、具有過往豐富投資紀錄或具有產業專業管理技能之專家來擔任。在法律上普通合夥人必須對有限合夥的債務負有連

帶清償責任，等於肩負 PE 的成敗興亡責任，因此在報酬上除了每年得向基金收取 1~2.5%的基金管理費外，當獲利實現時也會收取 20%或更高的績效報酬費（Carry Interest）。

有限合夥人方面：主要以其出資額負擔有限責任，原則上並不參與基金營運管理，僅定期取得投資報告或參與投資人會議，出資的模式原則上會視基金的投資需求，依照有限合夥約定的投資期限分期投入資本；同時，私募股權基金之發起人通常也會設立基金管理公司，由私募股權基金與該基金管理公司簽訂委託管理合約，再由該基金管理公司提供相關投資建議服務並收取基金管理費。

在基金募集部分，王律師接著就 1.非公開招募形式；2.基金說明書內容以及 3.有限合夥合約與績效分配模式等要點進行如下說明：

- 1.非公開招募：私募基金最主要是向特定機構投資人進行募資，以台灣目前相關法律規範，主要是以金融消費保護法第四條所規範的專業投資機構為主，包括國內外金融業者、政府基金、退休基金及主管機關認定之機構，但要特別注意募集對象是否牽涉到陸資或有美國人的身份，前者是因為目前兩岸政治氣候，以及國內對陸資來台仍處高度管制狀態；後者則牽涉到美國當局對美國公民稅務稽查的規定，所以在募集後準備向主管機關申報前，必須做好詳盡的調查。
- 2.基金說明書：基本資料需包括投資目標、區域、市場、募資期限、存續期間、出資額轉讓方式與限制等。其中普通合夥人及管理公司的介紹，包括投資團隊及歷史績效等，常常是能否獲得投資人青睞的最重要關鍵，由於國內投信業者多半對此領域還比較陌生，也難以提出過去的具體績效，王律師建議初期應考慮與外資或已有投資績效的團隊聯合組成，以確保初期階段募資順利。
- 3.有限合夥合約與績效分配模式：私募股權基金公司與被投資公司兩造雙方應就各項機制，包括存續期間、投資目標與限制、是否成立投資審議委員會(含成員組成)、管理費金額、收益分配架構及最低資本回報率 (Hurdle Rate) 進行溝通並進行確認，這也是未來整個團隊是否能有效運作最關鍵的一份文件。

主題六：私募股權基金投資運作與案例分享

講座：眾達國際法律事務所 林雋資深顧問



林資深顧問回顧過去 2006~2007 年期間，大量的國際私募股權基金公司試圖來臺進行投資，但是在部分人士跟媒體的操縱下，造成了市場上對私募股權基金產生了不少迷思，例如：1.皆為牟取暴利、短線操作的金融禿鷹，2.透過槓桿併購增加被收購公司的債務結構弱化資本，3.與大股東共謀交易將企業下市，會損害小股東權益等。

事實上私募股權基金的確是逐利而生的金融投資交易，但是在逐利的同時，也必須幫助被投資的企業，在經營上或體質上有一定的提升，才能達成最後的獲利目標。除了財務專業上的協助之外，更多案例是透過私募股權基金全球性的網絡，提供企業在經營管理、商業模式與全球銷售網絡擴增（如東隆五金案例），甚至是世代傳承上，都給予了不同層次的支持與幫助，所以雖然不能一概認定所有投資案例絕對成功，但是在許多層面上，的確對被投資企業本身是有相當程度的助益。

私募股權基金與被投資企業進行交易的實質層面，林顧問也羅列出大部分會提出的相關條件，包括：1.槓桿融資、2.關鍵經理人或經營團隊留任、3.股利配發條件、4.有條件 IPO、5.出場條件設定（包括 Trade Sale（一級市場出售）或 Redemption（原始大股東贖回）、6.被投資企業未達預定績效時的補償條件，以及 7.為預防被投資企業有任何隱匿，必須在交易前購買瑕疵擔保保險等。

另一方面，針對被投資企業的所有權部分，也有諸多限制性條款，如：1.反股權稀釋、2.董事會席次、3.提案否決/同意權、4.強制買回權、5.領售權 (Drag-Along):當經營成績不如預期必須出售股權時，原始股東必須一併配合出售的強制條款 5.員工認股選擇權(Employee Stock Ownership Plans; ESOP)，以吸引優秀員工留任等等條款。

從以上這些條款可見，私募股權基金的投資交易不僅僅只是其與原始大股東間的買賣方關係，包括原管理團隊、債權人、員工與工會、其他股東指派的董事、合資夥伴以及主管機等相關利害關係人，都是在真正交易前必須充分溝通的對象；倘若處理得不好，都很有可能因為沒有注意到的層面問題致使雖初期成功交易，卻在獲利出場時產生了極大障礙，這也是我國投信業者在開始相關業務前，必須審慎面對的議題。

主題七：私募金融融資策略及風險考量

講座：凱基銀行 楊雅雯協理



楊協理首先就一般公司收購融資與私募股權基金的槓桿收購(Leveraged Buy-out, LBO) 融資的差別比較：一般公司的收購融資架構單純，同時買家也會予以保證，所以銀行會同時考慮買家的信用及現金流；但私募股權基金的LBO融資通常沒有上層的保證，也就是所謂的無追索權貸款(Non-Recourse)，因此，還本付息純粹是仰賴被收購的公司。再者，國際型私募股權基金的收購案遍佈全球各地，在進行LBO 融資時為了收益最大化及稅務上的考量，常會設計成多層次的融資結構，也會利用中間的控股公司去發行高收益債或進行夾層融資(Mezzanine Debt)。從商業銀行的角度觀察，私募股權基金要透過被投資公司進行無追索權貸款的LBO 融資，並得到銀行的認可，在選擇標的公司通常也有以下幾個特點：具有強大的市場地位、持續的競爭優勢、穩定的現金流量、低資本支出要求、行業趨勢有利及有其他可創造價值的管道等。

在評估被投資公司的價值流程上，楊協理以自身經驗，分享了3個步驟：

- 1.比較同產業同類型公司的一般評價 貼現現金流(Discounted Cash Flow; DCF) 及其他同行業的併購買賣價等，方可掌握標的公司的實際價值區間；

2. 檢視投資銀行對標的公司未來財務數字及現金流的預測，包含未來購併後將執行的策略，還有所新增價值及現金流數字都涵蓋在內，最後可以得到整個預測的稅前息前折舊攤銷前獲利跟現金流，決定可以得到幾倍的融資，以及能負擔的利息，同時也要決定融資架構是要多少比例的優先債(Senior Debt)、中間要做多少的夾層融資，或是採用特別股模式等；
3. 根據預定出場價格，去換算扣除融資金額後的實際股權價格。

綜合以上所有流程，私募股權基金能夠計算出對標的公司的初始投資額的內部投資報酬率 (Internal Rate of Return ; IRR) 概念，銀行內部也會上呈信用委員會討論是否能接受這筆交易的融資倍數。

總體來說，銀行在分析私募股權基金的槓桿收購融資時的面向，包括有：1. 融資目的：借款人背景跟過去經驗；融資是為了併購還是股權結構調整；2. 風險：被投資公司產業的市況、公司本身營運狀況及進入門檻的高低等；3. 還款來源：現金流、資產出售及再融資等；4. 公司本身的財務結構。

對私募股權基金來說，由於當前利率水準仍處於低檔環境，所以除了槓桿收購融資會向銀行融資外，當標的企業使用現金流償還融資債務已經差不多完成時，卻尚未準備出場的時候，私募股權基金為了維持最佳的資本結構或更高倍數的估值，常會再一次進行融資(Recapitalization)，從銀行的角度來看，做這樣的融資由於整體金額大，如果被投資公司與合作的私募股權基金公司是市場知名的企業，加上被投資公司本身現金流很穩定，對於承做這樣的融資也都有很高的意願，大概的報酬率約在 4%~8%之間(視不同產業性質而有所區別)。

主題八：私募基金之稅務處理及案例分享

講座：勤業眾信會計師事務所 廖哲莉會計師



廖會計師談到目前國際上針對反避稅的追稅潮流所產生的兩大機制：共同申報及盡職審查準則 (Common Reporting Standard ; CRS) 及肥咖條款 (Foreign Account Tax Compliance Act ; FATCA)。由於許多國際的私募股權基金公司在各國進行投資交易時，架構上會設有許多中層的控管公司或管理公司，為了稅務優惠的考量，

通常會選擇在開曼群島(Cayman Islands)及維京群島(British Virgin Islands ; BVI)等較高隱密性，且為免稅天堂的地方進行註冊，然而在 CRS 及 FATCA 的架構下，未來這些所謂的消極非金融機構實體之控制權人，也都被納入申報範圍之內，在稅賦的要求上可能就會有很大的調整，尤其如果投資團隊成員有美國人的話，相關的要求又將更加嚴格。

在私募基金本身的稅務議題中，主要包括有：

1. 投資收益要以股利分配還是資本利得方式配發？要在持有期間配發還是出場後才一次配發？例如在台灣資本利得免稅，在美國就要據實申報課稅。
2. 普通合夥人的收益要當作勞務所得還是分紅？通常若當作勞務所得則需扣繳當地所得稅。
3. 租稅協定的運用/最終收益人的爭議：公司註冊地國家是否與投資公司所屬國家有租稅協定。

其他可能在私募基金運作時，會牽涉到的稅務議題還包括有：

1. 貸款融資利息：如股東借款利息支出是否有資本弱化及部分利息不得扣除之議題；支付利息予對方如屬於租稅協定國，或可享有較優惠之扣繳稅率；收購公司借款僅用在投資標的公司之情形下，該利息費用可能被

視為投資證券之直接費用，可自免稅收入項下減除。

2. 被投資公司商譽(或營業權)：目前我國國稅局主張納稅義務人必須提出「併購當時」委託外部第三人，就可辨認淨資產逐項評估，且不接受事後補做；因此，針對被投資公司的商譽(或營業權)在併購時，均須先做好完整評價，或說明替代評價程序。
3. 現金匯回：匯回現金是屬於股利還是償還股東借款，會牽涉到資本弱化與否之規定，若屬於支付股東借款利息，則可列為所得稅費用抵繳項目；此外，還有移轉訂價及稅基侵蝕等議題，都是可能被當地稅捐機關所關切的重點。

主題九：私募股權基金之投資管理模式

講座：德勤財務顧問股份有限公司 任孝穎協理/潘家娟執行副總



任協理首先就過去台灣幾個知名的私募股權基金公司投資案例運作過程，以及企業選擇與私募股權基金公司合作的原因簡單說明：振樺電子為了在工業電腦領域中，擴大規模並提升競爭力，遂聯合淡馬錫旗下的雲川基金100%收購了工業電腦同業的瑞傳電子，其考量主要因為收購金額超過55億台幣，以振樺電

子當時財務狀況難以獨自負擔，且收購後之企業整併，仍需要專業團隊輔助，故振樺電子選擇與私募股權基金公司進行合作。另一個案例則是達勝資本（KHL）接連收購了聯廣、達揚創意及米蘭營銷等不同專項領域的文創廣告企業，整合彼此的業務強項，擴展成為了全面性的傳播媒體公司，其後遞件申請上市，並獲得極佳的市場估值，這些都是透過私募股權基金公司對企業重新再造後，創造了除了財務投資之外更大的價值。

潘副總就財務顧問的角度，說明私募股權基金公司從溝通投資意向書 (Investment Letter of Intent ; LOI)、進行各領域的實地察



核 (Due Diligence ; DD)、擬定投資協議、案件執行及交割等，到投資完成後負責投資後管理等各項工作內容進行介紹，潘執副首先指出：由於私募股權基金公司的收購金額通常都相當龐大，投資前之調查成本也相當高昂。所以在啟動調查前，買賣雙方都希望能在投資意向書簽署的階段中，充分溝通(包括交易價格區間、交易架構、雙方角色/責任、盡職調查範圍以及預計時程等)與確定權責義務。

接下來的實地察核可能要耗費數個月，甚至長達一年，調查範圍包括：財務面、稅務面、商業面與法律面等；若涉及特殊產業，如高耗能高污染產業，在中國近年來相關環保法規緊縮，環境面的調查也必須完整且徹底地進行。另外，其他諸如資訊科技及人力結構面的調查等，也需視企業本身產業特性，也有可能會是需要進行調查的重點。

完成投資協議簽署及案件的執行交割後，財務顧問通常也會受聘與私募股權基金公司一起就投資後管理，共同協助被投資公司在各個領域進行改造及提升，包括：

1. 財務面：協助企業取得資金進行投資擴張，或是進行最適資本規劃降低成本。
2. 營運活動面：引進專業人才、調整策略或營運方針達成轉型、協助企業取得技術、通路擴大營收規模。
3. 整併/併購：如前所提聯廣案，依據企業發展策略搜尋併購合適標的公司。
4. 協助企業 IPO 或出售：協助企業加強公司治理或做上市前準備，與投資銀行溝通及提高市場估值等。

主題十：私募股權基金之評價與案例演練

講座：德勤財務顧問股份有限公司 潘家娟執行副總 / 任孝穎協理

潘副總說明私募股權基金的投資回報主要包括：槓桿作用、被投資公司本身成長及估值倍數成長等三大來源，其中前兩項常常就佔了絕大多數的比例，而在企業評價所使用的方法，原則上與對一般類型公司之收購案相同，多半是採用市場法（使用可比較公司的市場價格或歷史交易案價格比較）及收益法（根據企業

未來現金流量估算)兩者併用計算的方式。如果被投資公司即將面臨重整,或其身擁有特殊資產(如土地或特殊專利權等),則會另外使用成本法或資產法來進行估算。依據上述方式計算出合理交易價格後,私募股權基金公司會進一步審慎估算報酬率與制定出場計畫,他們同步評估關注公司本身的現金流量以及股東的現金流量預測,進場與出場計畫對他們而言同等重要。

在完成企業價格初步評估,進入各項實地察核之後,實際的交易價金還會進行調整,調整項目包括:或有負債的確認、管理階層薪資低估(台灣過去許多大股東本身就是公司經營管理層,所拿薪資報酬遠低於市場水準)或應收帳款提前認列等,然後再去重新設算 EBITDA 得出新的評價,最後再把帳上的負債跟現金去加以扣除或加回,得到最終真正的交易價格。

在私募股權基金之評價與案例演練方面,潘副總特別以台灣某上市 P 公司聯合私募股權基金公司進行下市後,重新上市的為案例解說: P 公司因上市多年,原大股東經營團隊持股已稀釋到約 10%左右,在面臨公司須重新改造,且手上現金不足以完成公開收購之下, P 公司聯合私募股權基金公司以 60%槓桿融資、私募股權基金公司出資 30%,加上原經營團隊出資 10%方式,在公開市場以略高於市價(12 倍本益比)價格(13 倍本益收)收購所有股權並申請下市。P 公司經過 5 年重整之後, EPS 相較下市前提升了 3 倍,並重新遞件申請 IPO,私募股權基金公司也在其上市後,陸續處分手上全部持股後出場。在本案例中可明顯看到私募股權基金公司使用槓桿融資,才能將最後的 IRR 提升到 30%的預估水準,最後上市價格雖未如原先預期(實際 IRR 僅達 22%),但就其本質而言,私募股權基金公司對 P 公司經營管理的助益有不可抹滅的實績。



學員於活動後反應，本次的研討會議程安排，非常具有實務內容，希望本會未來能針對特定產業別持續辦理，以使投信業者能更佳完整了解私募股權基金全貌。未來本基金會仍將配合主管機關政策及投信業者需求，持續規劃辦理各項主題式之私募股權基金訓練課程，以符合投信業者推動私募股權基金業務之需求，並期能引導國內機構投資者的資金投入國內實體產業，如公共建設、綠能及長照等國內基礎建設與新創產業，協助我國之實體經濟發展。

■ 講義下載

- [第五場-我國開放證券投資信託事業受託管理及引介投資私募股權基金](#)