

私募股權基金的架構及運作

理律法律事務所
陳民強合夥律師 / 詹致璋合夥律師

私募股權基金因為行事低調，且與一般人熟悉的共同基金在基金架構、進入門檻、運作模式、獲利分配等各個面向上均大不相同，因此總給人難窺其堂奧的神秘感，再加上國際知名私募股權基金經常參與或主導鉅額併購案件，有些私募股權基金甚至不架設官網，抑或不對外揭露其投資組合，更予人高高在上、遙不可及之印象。本章旨在簡要概述國際常見之私募股權基金之組織架構及經營模式，期使讀者能一窺私募股權基金神秘面紗之輪廓。

私募股權基金於 1970 年代出現，真正獲得關注是由於 1980 年代時，美國幾間大型私募股權基金公司透過高槓桿之財務操作，以前所未聞之金額收購知名企業，使得大眾對於私募股權基金此種當時少見之組織產生好奇。

80 年代最具代表性的私募股權基金投資案——KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.) 收購食品及菸草龍頭 RJR Nabisco 交易案——甚至被改寫為暢銷小說並拍成電影「門口的野蠻人」(Barbarians at the Gate)，可見私募股權基金對於大眾的神秘吸引力。

一般而言，私募股權基金係由專業基金管理公司向特定投資人募集資金，交由該專業基金管理公司用以進行長期投資，投資人不參與投資標的之選擇、投資後之管理、出場時機及方式等重要議題之決策，而是完全信賴專業基金管理公司之決定。

專業基金管理公司會定期向投資人收取管理費，並從投資案之獲利中收取一定比例之績效獎金 (Carried Interest)，其餘獲利則歸投資人所有。雖然自 1970 年代起，歷經 40 多年的發展，私募股權基金演變出各種不同的型態，但仍可歸結出以下特點：

■ 消極投資人與專業經理人

私募股權基金之經營者主要是對於投資有豐富經驗之專業人士，多半出身投資銀行、其他私募股權基金或知名投資公司。而能夠獲邀參與投資之投資人則通常是高淨值之個人、家族、機構投資人，包括政府基金、退休基金等大型投資機構，他們皆不會參與私募股權基金之經營，僅定期獲得來自私募股權基金之績效報告，私募股權基金於進行投資或處分投資標的前，均無須取得投資人之同意。

■ 投資門檻金額高

私募股權基金一般會要求投資人之注資承諾至少達一定金額，例如許多國際知名私募股權基金要求投資人之承諾需為美金 500 萬元以上，因此私募股權基金募資之對象均為財力雄厚之投資人，有些私募股權基金甚至不接受個人投資人。

■ 投資目標

私募股權基金在募資時，通常會告知投資人該基金預計之投資標的類型，例如專注於未上市公司、經營不善之上市公司、其他私募股權基金、不動產等，大部分私募股權基金亦會事先說明計畫投資之行業類別，例如僅投資科技業、基礎建設或消費性產品等。此外，早期之私募股權基金多屬於所謂的「併購基金」，透過把標的公司之 100% 股權全部買下來 (buy out)，並進行重整、輔導，之後再透過上市或轉售予第三人的方式脫手獲利；惟現在私募股權基金之投資標的越來越多元，包括對少數股權之投資，甚至是有潛力但剛起步的新創公司進行投資 (例如俗稱的「天使基金」或「育成基金」等，也都自稱為

私募股權基金），投資標的越趨廣泛。

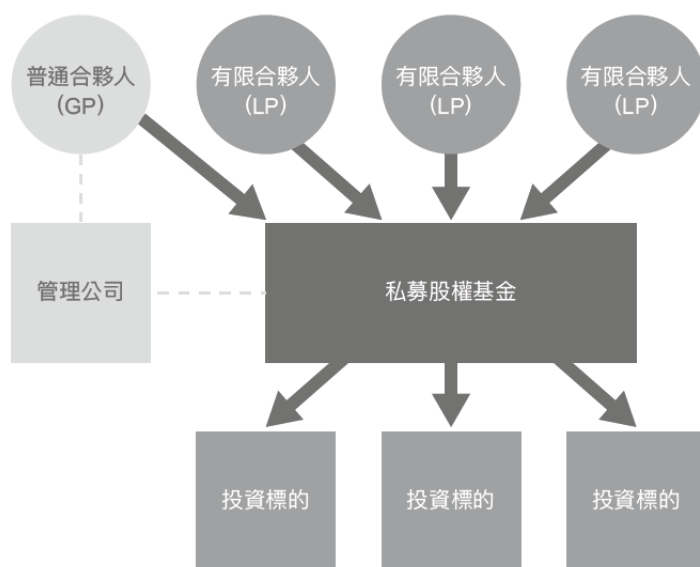
■ 有限存續期間

與一般公司或其他型態之基金（例如共同基金）不同，私募股權基金之存續期間有限，通常為 8 至 12 年不等。

第一節 私募股權基金的參與者、組織型態及其投資之運作模式

一、 合夥人 —— GP / LP

由下圖可知，私募股權基金之投資人分為普通合夥人（General Partner，簡稱 GP）及有限合夥人（Limited Partner，簡稱 LP）。



普通合夥人為基金公司所設立之法人，具投資管理機構之性質，其職責為管理基金，對於基金有經營權與控制權，並負無限責任。普通合夥人對於基金之投資金額通常不大，一般約占基金整體金額之 1% 至 2.5% 左右，此投資占比雖然不大，但對於投資人而言，足以產生安定心理之作用，表示基金公司與投資人利益與共，使投資人更願意參與認購該基金並信任經理人之投資決策，尤其聲譽卓著或已有經營績效的普通合夥人於募資時更享有優勢。

值得注意的是，一般而言，為確保普通合夥人專注於某特定私募股權基金之經營，普通合夥人常被要求必須持續扮演決策之角色，且不得同時兼任過多其他基金之管理人，尤其不得擔任具有競爭關係之其他基金之管理人，以免因競業而產生利益衝突。外部投資人則以「有限合夥人」之身分投資於私募股權基金，

負責提供資金予基金公司，並享有分配收益之權利，但不涉入基金之管理、實際運作或投資標的之選擇等，而將基金之營運及一切投資事項，如投資案之擬訂、人員之聘雇、出場計畫等，全數交由私募股權基金委任之專業經理人（及普通合夥人或其委任之管理顧問公司）進行，並支付管理費。

原則上，該等專業經理人並無義務就其相關投資項目之決策取得這些有限合夥人之同意或核可。早期有限合夥人多為高淨值的個人、家族信託，此類投資人有大筆可運用的資金，但沒有時間管理或沒有投資的專業，故願意將資金交給專業經理人管理，並透過基金公司投入有資金需求的公司，以減少資金閒置。

近數十年來，也有越來越多的機構投資人，例如保險公司、退休基金、投資銀行、大學捐款基金、主權基金等，紛紛將資金投入私募股權基金。

此外，就監督之功能而言，私募股權基金下的有限合夥人係扮演一相對被動之角色，通常僅在特殊狀況下才會啟動監督機制。換言之，除了聽取普通合夥人的年度報告外，僅在少數情況下會成立所謂的「投資人會議」，使某些投資金額較大，或者在市場上具有顯著指標性的有限合夥人，得介入投資成為投資審議會之一員，就私募股權基金之投資決策提出意見，或參與決策。

事實上，我國於 2015 年透過訂定有限合夥法而引進有限合夥之事業組織型態，基本概念亦係區分普通合夥人與有限合夥人，由普通合夥人負責處理該有限合夥法人之實際營運，並對其債務負連帶清償之責，而有限合夥人則基於有限合夥契約之內容，僅以出資額為限負責，此即是帶有私募股權基金基本架構色彩之立法。倘觀察有限合夥法第 4 條第 4 款之規定，即可發現所謂「有限合夥負責人」原則上係指有限合夥中之普通合夥人，並未包含有限合夥人在內，可見有限合夥人與合夥組織之關係，以及在合夥組織負責之程度，並不如普通合夥人高。

二、 私募股權基金之型態

私募股權基金之型態通常為「有限合夥」型態，依照基金公司所在地、投資人屬性等不同因素，設立於美國、開曼群島等有限合夥法規健全之地區。除有限合夥以外，亦有以公司體制（例如美國之 **Limited Liability Company**，以下簡稱「LLC」）或信託型態設立的私募股權基金，但比例上相對較少。

以有限合夥型態設立最大的優勢為，有限合夥本身不需繳納所得稅，基金之獲利在分配予合夥人後，由各合夥人自行繳稅，如此一來，可避免同一筆投資獲利遭到雙重課稅，相較於以公司型態設立的私募股權基金而言，對投資人更具吸引力。美國有些基金會以 LLC 之型態設立（通常設立於德拉瓦州），因為 LLC 亦具備相同之稅務優勢，且 LLC 之股東與有限合夥型態之有限合夥人相同，僅負有限責任。

私募股權基金公司之創辦人通常為具有專業投資背景之金融專業人士，自行擔任普通合夥人（或由其委任之管理顧問公司），多半先前於投資銀行或金融機構投資部門累積相當經驗及人脈後，為追求更高額的獲利或收入，自立門戶招募基金。基金公司有時會透過中間人募資，此類中間人稱為「**placement agent**」，在私募股權基金發展成熟之地區例如美國，甚至有些小型的投資銀行設立專為私募股權基金招募投資人之部門。

於基金存續期間，基金公司之收益可能有多個管道，包括績效獎金（**Carried Interest**）以及收取顧問或管理費。績效獎金之計算詳如本章第二節所述。

顧問或管理費通常為投資人的投資承諾或基金投資金額之 1% 至 2.5%，但實務上也不排除更高或更低比例之安排，用以支付基金本身及管理公司之人事及營運費用，有些基金於完成投資案後，會要求被投資公司負擔其交易費用（例如委任律師、會計師或財務顧問之費用），因此基金本身之行政成本並不高。可以想見，當基金取得之投資人投資承諾或投資金額越高，其所收取之顧問或管理費則越高，故可從中賺取獲利。惟相對於績效獎金，此藉由管理費的獲利金額則可能相對較少。

基金公司通常會為基金另行成立管理或諮詢公司，該公司會與基金簽訂管理或諮詢協議，由管理公司負責僱傭投資專業人士並評估投資標的，為基金提供投資建議或諮詢服務，而管理公司則會向基金收取管理費。

私募股權基金通常僅存續 8 至 12 年不等，此在合夥契約中會有明確約定。一般公司很少會在章程中約定公司應於若干年後解散，甚至許多地區之法律亦未必准許公司在章程中納入此類條款，但有

限合夥之法規就此則無太多限制。

除此之外，有限合夥法規於資金募集上較有彈性，一般而言，投資人於同意投資私募股權基金時，僅需表明承諾投資一定金額，之後再依據私募股權基金之投資需要，按照私募股權基金之注資通知（**capital call**）分期繳款，此種作法給予投資人相當大的便利及財務操作空間，不需要於基金創立初期立即投注大量資金，但如果基金是採取公司體制，則未必可行。以上種種原因，使得有限合夥組織受到大多數基金公司之青睞。

另外，有限合夥協議中通常會約定，私募股權基金之設立及營運費用，由所有投資人按比例分擔，因此基金公司本身所負擔之成本及費用並不高。

三、 投資標的

私募股權基金依投資取向之差異可能投資於不同類型之公司，例如創業投資基金（**Venture Capital**）投資之對象大多為處於發展階段之公司，規模及成熟度尚未達到可以上市上櫃之程度；有些私募股權基金則以收購上市上櫃公司股份為主要投資方式，待取得相當股權後再主導標的公司下市；而有些私募股權基金則以投資其他基金擔任有限合夥人為主要標的，此種基金常稱為「群組基金（**Fund of Funds**）」。

並且，隨著私募股權基金專業經理人所擅長之投資領域，有些私募股權基金會將投資標的限於特定產業，例如科技公司、消費性用品製造商、醫療生技公司等。

在選擇投資產業並計算公司價值時，私募股權基金最重視的關鍵，通常是標的公司之預期現金流（**cash flow**）。以台灣而言，私募股權基金之投資熱度約在 2005 年到 2007 年間達到高峰，當時以通訊媒體產業為大宗，著重的即是這些產業通常有著十分穩定的現金流；另外就其他國家而言，最常見的投資標的則屬消費性商品及零售業。

除此之外，因各個國家的環境、政策及主管機關之立場不同，故私募股權基金可投資的產業也有所不同。舉例而言，針對能源、公共設施或礦業之投資，在台灣相對少見，然而在韓國，甚至中國大陸，有些基礎公共設施如高速公路、隧道、港口等均已民營化，並容許私募股權基金對之投資並介入經營。又例如具有獨占性質之產業，像是台灣的有線電視產業等，因受到主管機關之嚴格監管，私募股權基金的投資進出受到相當嚴格的管制及規範。

四、 私募股權基金常用的融資架構—— **Leveraged Buyout, LBO**

私募股權基金進行投資時，常常使用融資收購（**Leveraged Buyout**，有時譯為「槓桿收購」，簡稱「**LBO**」）之方式進行，亦即由收購方（即私募股權基金所設之控股公司）以標的公司之資產或股份（即其未來的現金流量）作為質押品，向一家或多家金融機構取得貸款（有時會是聯貸案件），以此向標的公司之股東收購股權，透過高度財務槓桿之運作，進行企業併購。

在某些狀況下，私募股權基金除了會將貸得之資金提供予標的公司之股東作為收購股權之對價外，也會將少部分資金撥作標的公司之營運資金，其目的通常在於保護標的公司現有之董事。

詳言之，作為負有忠實義務之標的公司現有董事，倘收購方向金融機構融資取得之金額，至少有部分是為充實標的公司之營運資金之用，此對於這些現任董事而言，較有正當理由同意將標的公司之資產作為擔保品，幫助收購方取得貸款，以收購標的公司之股權。

以台灣而言，透過 **LBO** 的方式進行投資時，收購方通常僅需自備三至四成之資金，即可向融資機構貸得其餘六至七成之金額，進而完成收購案件。

五、 各投資案間均分別具其財務之獨立性

私募股權基金之一大特色在於，雖然時常以 LBO 之方式進行投資，惟其進行的每個投資間均各自具有獨立性。

一個私募股權基金旗下可能有數支子基金，進行不同的投資，每支子基金背後的投資人（即有限合夥人）亦不相同。而各子基金為進行投資，通常會就每一案件設立一家到數家之控股公司，以該等控股公司為主體，進行 LBO 或其他收購方式之實際操作。

舉例而言，假設有一私募股權基金擬將某一台灣公司作為其投資標的，以 LBO 之方式將其買下，為進行此一投資，該基金可能會先以其資金在台灣設立幾家控股公司，並將部分資金打入這些控股公司，同時一面透過 LBO 之方式籌資，以收購標的公司。

然而，除了上述打進控股公司的資金外，基金不會再以其自身的資產或信用、或是基金其他投資組合的資產或信用、甚或是基金公司所管理其他子基金的資產或信用，為其透過控股公司對標的公司進行之投資提供擔保，或供應標的公司後續經營之所需。換言之，各該投資標的或投資組合間，具其財務上之獨立性。這也是私募股權基金之投資與一般企業集團之投資間的重要差別所在：一般企業集團倘擬收購其他公司成為集團之一分子，時常會在面對銀行等融資機構時，為其集團公司提供擔保；但私募股權基金不太可能將擬用於其他投資案件之資金，或該基金自身之資產或信用，為某一特定投資標的之收購作為擔保。

第二節 私募股權基金募資文件

普通合夥人在與投資人簽約前，會先以最低資本設立有限合夥（或公司），作為將來私募股權基金，待募資完成後，即以該法人作為與投資人簽約之主體。

私募股權基金於招募投資人時，通常會提供投資人類似基金說明書或招股書（Private Placement Memorandum，以下簡稱「PPM」）供投資人審閱。

待投資人確認加入該基金後，再與投資人簽署有限合夥協議及認購協議等契約。以下分別介紹各文件之重要內容。

私募股權基金為避免適用公開募集之規定及繁瑣要求，會以私下接觸投資人（即有限合夥人）之方式進行招募，例如一對一的簡報會議，且不會在媒體上公開討論招募中之基金，所有募資文件也不會對外公開，僅提供予私下接觸之潛在投資人。

一、 Private Placement Memorandum —— PPM

PPM 性質上類似私募股權基金之說明書或招股書，故其內容包括投資人於作成投資決策時應考慮之條件包括：

（一） 基金重要條款與條件

PPM 通常包含該私募股權基金合夥人間關於投資事項之重要條款與條件之說明，包括收益分配的方式、比例、時機及基金存續期間、最高／最低投資金額、認股期限、開放型基金／封閉型基金之說明、轉讓基金利益之條件等。投資人於作成投資決策時應詳加考慮之事項。

（二） 基金公司或經理人簡介

一般而言，投資人之所以加入私募股權基金往往是因為該基金公司或特定經理人個人過去之優異投資績效表現，故 PPM 中會簡要介紹該基金公司或特定經理人過去曾經手之投資案件及績效，以吸引投資人加入該基金。

如前所述，聲譽卓著或過往既有優越經營績效的普通合夥人於募資時享有很大的優勢，也有可能藉此要求較高的管理費用或是較佳的績效獎金。

（三） 擬投資標的概述

簡要說明該基金擬投資之標的類型（例如是否為上市上櫃公司）、投資標的地區（例如新興國家、開發中國家或特定區域）、投資標的市場（例如天然資源公司、科技業、基礎建設或其他），以及各該地區、市場之發展趨勢及未來展望。

（四） 風險因素

因 PPM 性質上類似基金之說明書，故基金公司會在該文件中說明投資所可能涉及之各項風險，以確保投資人在經過周全之評估及討論後決定是否進行投資。

二、 有限合夥協議 —— Limited Partnership Agreement

對於投資人而言，有限合夥協議為私募股權基金投資最重要之法律文件，該協議包含基金投資之所有重要條款與條件，投資人於決定投資前應委請律師或由其內部專業投資部門及法務部門，針對協議所有條款進行逐條審閱，如有不清楚或不明確之處，應與私募股權基金公司（通常即指進行募資之普通合夥人）討論並釐清，以避免權益受損。如投資人之投資承諾相對於其他投資人之承諾額較高，普通合夥人可能會願意與該投資人簽署附加協議（Side Letter），針對有限合夥協議之特定條款給予該投資人較為優惠之待遇。

有限合夥協議之重要條款如下：

（一） 注資時程與投資期限

如前所述，私募股權基金通常之存續期間為 8 至 12 年不等，包含前段招募投資人及投資標的之籌資、投資期間，以及後段逐漸停止投資而準備出場之處分期間，有些基金會給予普通合夥人或有限合夥人權利延長基金之存續期間，例如基金原本預計之生命週期即將屆滿，卻暫時找不到退場時點，則基金之存續期間可能必須延長。存續期間之起算時點可能是該基金第一次募資生效時點（first closing），亦可能為最後一次募資生效時點（final closing），或其他有限合夥協議中載明之日期。

私募股權基金之一大特色為，有限合夥人之注資時程可依基金需求而定，有些基金在有限合夥人於簽署有限合夥協議時，即會要求其投資款項應一次全部到位；但大部分情況下，有限合夥人簽署有限合夥協議時，僅需「承諾」投資一定金額，並無義務於加入該基金時即繳納全部投資款項。

因此，有限合夥協議除了明訂存續期間外，通常會規定該基金之「投資期限」，亦即基金僅能於該段期間內發出繳款注資通知（capital call），要求合夥人依照投資承諾注資，而除了少數的例外情形，基金亦僅能於該段時間內進行投資。而繳款注資通知中會載明收受通知之投資人針對該次通知的應繳金額及繳款期限。

至於私募股權基金發出繳款通知之時間點，各有限合夥協議可能有不同的約定，有些約定為於基金已鎖定特定投資標的之後，即能不定期向投資人要求注資，並應於繳款注資通知中簡單說明該次投資之計畫。而有些則約定為定期（例如每年）發出繳款注資通知，且無須說明發出通知時是否有任何具體之投資標的。另有些則約定於前次注資金額中一定比例已用於投資時即可發出繳款注資通知。繳款注資通知通常會給予投資人一定繳款的期限（例如十個工作天），以利投資人準備匯款。

私募股權基金通常會將所募集到之投資款項用於投資案，但如後來該投資案並未完成，或實際投入之金額低於預估，則有可能需退回全部或部分款項，有限合夥協議對於退回之條件及機制會有所約定。

（二） 後續募資（subsequent closings）

一些有限合夥協議會包含後續募資條款，准許普通合夥人在第一次募資後進行後續募資。對於普通合夥人而言，通常會希望第一次募資儘速完成，以確保第一批有興趣之投資人加入該基金，但於第一次募資完成後，可能還會有其他投資人表達加入之意願，因此，普通合夥人需保留進行後續募資之權利。然而，站在第一次募資時加入之投資人的立場，當然希望普通合夥人儘速開始投入投資工作並執行該投資案，而不要在第一次募資後仍花費時間與精力再招募其他投資人；況且如果第一次募資與後續募資之時間相隔越久，那麼第一次募資投資人之合夥利益稀釋問題將更為複雜，因此有限合夥協議對於後續募資會設定期限，通常距離第一次募資後數個月至 1 年半內需完成。

有限合夥協議中會載明，於後續募資時加入之投資人應如何分擔基金之費用、管理費及其他投資人已經繳交並用於投資案之投資款項，通常是按照後續募資投資人之投資承諾比例分擔，並由該私募股權基金將收到之款項按比例退還予較早加入之投資人，此等相關事宜皆有賴專業且經驗豐富之律師協助規劃。

（三） 收益分配

對於所有參與私募股權基金投資的合夥人而言，不論是普通合夥人或有限合夥人，最重要的一環就是基金的經濟條款（**economic terms**），即投資收益之分配。如前所述，普通合夥人通常是出身於大型金融機構的專業人士，其之所以有設立私募股權基金之誘因，其中很重要的一部分就是，私募股權基金的績效獎金可能較其繼續留在金融機構工作之報酬更為誘人。而對於有限合夥人而言，私募股權基金之投資風險雖然不見得較低，但因有具競爭力的稅賦條件及獲得較高投資收益之可能，因此私募股權基金是相當具有吸引力的。

私募股權基金最具特色的一個經濟條款就是普通合夥人的績效獎金，一般是以 20% 為標準，但也會隨著基金的類型而有所不同，例如 **Fund of Funds** 的績效獎金通常會低於 20%，原因是 **Fund of Funds** 的普通合夥人於擇定投資標的（即其他基金）後，無須參與其他基金之運作，其所投入之精神與努力相對較少，性質上與私募股權基金並不相同。

基金收益通常採取層層分配之方式，可以將其比擬為宴會中常見的香檳塔，第一層的杯子滿溢之後，香檳會流往第二層，第二層倒滿之後會再流往第三層，以此類推，所以實務上稱為「**distribution waterfall**」。常見的分配步驟為：

1. 100% 分配予有限合夥人，直到所有有限合夥人均回收其實際投入之資金。於第一層分配中，基金首先會填補投資人之投資支出。所謂「投資支出」，是否限於合夥人針對該特定投資案之投資款，或包括過去所有已經支付之投資款，實務上可能有不同的安排。此外，有些基金所返還之金額會包括其他與該投資案無關，但合夥人已繳交且尚未回收之投資款。
2. 100% 分配予有限合夥人，直到所有有限合夥人獲得特定比例（例如 8% **internal rate of return**, **IRR**）之獲利（稱為「**Hurdle Rate**」或「**Preferred Return**」）。此層次之分配，代表基金公司將優先給予投資人一定比例之利潤，在達成該比例前，基金公司不會參與分配。
3. 100% 分配予普通合夥人，直到普通合夥人獲得特定比例（例如 **Preferred Return** 之 20%）之獲利（稱為「**Catch-up**」）。
4. 剩餘款項再由有限合夥人及普通合夥人按比例分帳（例如 80%、20%）。

以上步驟 3 及 4 屬於基金公司（普通合夥人）之績效獎金，在分配收益時雖然優先順位較為劣後，但卻是基金公司最重要的收益來源，也讓基金經理人有最大化基金績效之動力。績效獎金之分配方

式可分為美式與歐式兩種類型：

(1) 美式分配法

於此種分配法下，只要投資標的經處分後有獲利即可進行分配，其他虧損之案件則不進行分配，此種分配方式使得普通合夥人有誘因進行高風險之投資，且不會盡力挽救虧損之案件，而且在分配時無須扣除其他案件之虧損，間接使得普通合夥人無須對於虧損案件負責，因此較不受投資人歡迎。故此，近年來大部分之基金如採用美式分配法，會另外搭配 **clawback** 條款，請見以下(四)之說明，以避免普通合夥人有溢收績效獎金之情形。

(2) 歐式分配法

依照此種分配法，投資人會優先收回其已投入之所有投資款項，並就所有投資款項取得 **Preferred Return** 後，普通合夥人才會分配到績效獎金，此種模式使得普通合夥人到基金之末期才開始參與分配。

除了以現金進行分配外，有限合夥協議通常准許普通合夥人進行實物分配，亦即直接發放投資標的之可轉讓之有價證券 (**marketable securities**)。如投資標的剛掛牌上市，於某些國家的法律下，直接進行實物分配可能可以遞延資本利得稅之發生，故受到投資人的青睞。並且，有限合夥協議對於以實物進行分配時，如何決定該有價證券之價值應有詳細之約定，以避免發生爭議。

有限合夥協議通常會有投資人返還投資收益之條款，觸發條件包括投資人需依比例分擔基金投資案所衍生之責任或負債或者其他基金之債務，但通常會附帶約定返還的年限及金額上限，例如基金不得追回已分配超過 3 年之收益，以及返還金額以投資人投資承諾之特定比例為限。

(四) Clawback

如私募股權基金於每次處分投資標的後即進行收益分配，普通合夥人可即時取得績效獎金，惟如私募股權基金僅初期之投資案有賺得獲利而後續案件皆「認賠殺出」，則可能發生有限合夥人所獲得之總收益分配未達其投入之投資金額，而普通合夥人卻取得績效獎金之情形。因此，私募股權基金合約中經常會約定，於該基金到期清算時，如發現普通合夥人有溢領績效獎金之情形（例如於整個基金壽命中，普通合夥人所收到之績效獎金總金額高於基金利潤總額之 20%時），其應退還溢領之金額（扣除該收益已經繳交之所得稅後）予有限合夥人。並且，因普通合夥人可能於收到績效獎金後立即將績效獎金支付予其合夥人，因此有限合夥協議中往往會要求普通合夥人背後之最終受益自然人簽署保證函，或是以其他有限合夥人可以接受之方式提供擔保，保證於必要時返還其所收到之績效獎金。

(五) 資訊權

由於投資人無權參與私募股權基金之投資決策過程或經營，故為滿足投資人之需求，私募股權基金通常會定期提供投資人營業報告或財務報告，使投資人瞭解基金之表現。除此之外，有些私募股權基金會定期（通常皆為每年）召開投資人會議，以當面、視訊或電話會議的方式向投資人報告投資績效。

此外，有些私募股權基金設有投資人諮詢委員會，由普通合夥人指定部分投資人擔任投資人諮詢委員，不定期聚會討論普通合夥人之利益衝突（例如：向普通合夥人之關係企業收購或出售股份、投資其他關連基金之投資標的等）或其他與基金之運作有關之議題，或者於有限合夥協議中約定普通合夥人必須向投資人諮詢委員會報告（但通常並非應取得同意）之特定事項。

(六) 管理費、基金收入及其他費用

如前所述，管理費係支付予專業經理人或管理顧問公司之費用，作為管理基金營運之對價，通常為投資人投資承諾或基金投資金額之 1% 至 2.5%，以每月、每季或每半年繳交一次，通常可用來扣減投資人之投資承諾。

大部分基金之管理費百分比會依照不同時期進行調整，例如於基金投資期間之後，因為基金已不再需要積極尋覓及評估投資標的，故會調降管理費用之百分比。

基金或其關係企業有時會獲得來自投資組合中標的公司之費用，包括擔任董事之酬勞、交易終止費用（**break-up fee**）等。有限合夥協議中，通常會要求基金以該等費用扣減合夥人應繳之管理費。

並且，有限合夥協議會要求投資人按比例負擔基金設立之費用，包括各種專業服務費用（法律、會計）、印刷、差旅及政府申報費用，然而此費用通常有上限限制，超過上限部分則由基金公司負擔。除此之外，有限合夥協議亦會載明其他費用應如何分配，包括破局投資案之交易成本等。

（七） 合夥利益轉讓

一般而言，有限合夥協議不允許有限投資人轉讓合夥利益，除非已取得普通合夥人之事前書面同意，該轉讓不違法且不會使得普通合夥人陷於違法（例如美國證券法規）之狀態，並符合有限合夥協議所設定之條件（例如取得律師法律意見、擬進行轉讓之有限合夥人或欲受讓合夥利益之投資人同意負擔普通合夥人因該轉讓而產生之費用等）。

（八） 改換普通合夥人

改換普通合夥人可以分為附理由及不附理由兩種情形；附理由之解任包括普通合夥人有詐欺、故意不法行為或重大違反證券法令之行為時，有限合夥人可以選擇改換普通合夥人或甚至解散基金。不附理由之改換則需有限合夥人以非常高的門檻表決通過，惟並非所有有限合夥協議均會給予投資人此種權利。

（九） 基金解散

除上述普通合夥人之重大違法可能導致基金解散的情形外，如負責基金操盤之關鍵人員離職或不再管理該檔基金，有限合夥人通常可以選擇暫停投資，且如該情形無法於一定期間內獲得改善，有限合夥人亦可以選擇解散基金，蓋該等關鍵人員為該基金之靈魂人物，如此靈魂人物不再負責基金之運籌帷幄，投資人自應有權利選擇不再參與該基金，因此，有限合夥協議中，通常會列明該等關鍵人物之名單，此稱為「**key person**」條款，當基金違反此條款時，投資人可以選擇解散該基金。

如有限合夥契約給予投資人不附理由終止或解散基金之權利，通常會約定至少必須達到 75% 之超高門檻。

三、 其他文件

除有限合夥協議外，投資人於參加私募股權基金時，可能需另簽署其他法律文件，包括附加協議及認購協議。

（一） 附加協議（**Side Letter**）

有限合夥人如與普通合夥人就有限合夥協議之條款另有約定，即會簽署附加協議載明其特約條款，內容可能包括最惠待遇、或與基金進行共同投資（**co-investment**）之機會、轉讓合夥利益或退出合夥之特約、特殊稅務安排條款、獲得額外資訊之權利等。並非所有有限合夥人均有足夠之談判實力要求普通合夥人給予較優惠之投資條件，因此並非所有有限合夥人均有簽署附加協議之機會，通常僅有出資金額占大多數或扮演關鍵角色之有限合夥人，才會與普通合夥人間之商業條款有較大的

談判空間，並有能力透過附加協議的方式，調整投資條件。一般而言，較常見的投資條件約定包括降低管理費，或者依投資年限而逐年降低，最後改為收取定額管理費，與實際投資金額脫鉤等。

值得一提的是，前述的「共同投資」(co-investment)通常是指由私募股權基金之有限合夥人，獨立於該基金之外，與普通合夥人約定該有限合夥人享有對標的公司直接投資之權利。換言之，與私募股權基金進行共同投資之有限合夥人，一方面透過對該私募股權基金之出資投資標的公司，另一方面也以個體身分直接投資標的公司之少數股權。

共同投資的好處之一在於，私募股權基金不需要投入過多的資金於單一標的公司中，而可由有限合夥人拿出更多其個人之資金，填補標的公司之資金需求，且基於其同時身為基金有限合夥人之身分，私募股權基金又不至於面對其他外部股東之壓力或威脅，可謂是一友善的資金來源。況且，一般而言，有限合夥人之共同投資係屬於不具主導控制權之少數股權投資，不會影響私募股權基金對標的公司之控制權，而由於其利益相同，於關鍵時刻亦可於標的公司之投票上或業務上協助私募股權基金，且有限合夥人亦無須就獨立於基金之外進行的共同投資支付管理費或績效獎金予基金管理者，對於基金以及有限合夥人而言，均屬有利。

由於上述種種好處，許多私募股權基金會提供共同投資權予其規模較大或較重要的出資者，以吸引其目光，同時形成對未來該私募股權基金之其他子基金的投資誘因。

(二) 認購協議

認購協議為有限合夥人表明認購基金合夥利益之法律文件，其內容通常相當制式化，有時甚至以表格方式即可完成，投資人與基金公司亦不會花費太多精神討論此份文件之內容。投資人需於認購協議中載明其投資承諾金額，並填寫認購協議所附之問卷，以供基金公司確認投資人之屬性與資格，包括是否適用美國關於勞工退休金管理之法規或金融機構管制法規等。

第三節 私募股權基金投資案之執行

私募股權基金完成募資後，即應展開物色投資標的並進行投資之工作。針對投資標的不同之經營狀態，基金會採取不同的操作策略以協助公司成長並優化營運績效。本節將簡要介紹私募股權基金常見之投資案執行模式。

一、取得標的公司股權之常見實務作法

於進行交易前，必須先決定交易架構。一般而言，在投資案件啟動前，私募股權基金會與律師、會計師及財務顧問等共同討論，提出數種不同的交易架構，並考量取得標的公司主導權之速度、稅務上負擔之差異，甚至是智慧財產權之歸屬等，以選出最適合的交易架構。

如上所述，由於私募股權基金有投資期限之限制，因此來自投資人的壓力往往會比一般產業在執行併購案件時還要大（對普通合夥人而言，倘若一檔基金投資報酬率不佳，該普通合夥人於募集下一檔基金之際可能就會遇到困難），故私募股權基金對於案件執行之效率及時程，通常都希望壓縮到最短。

以下論述著重在台灣法律下之架構分析及可能問題，以供讀者參考。當然，不同法律下對於交易架構及法律問題會有截然不同的解決方式，於具體個案中都必須藉助當地專業人士之協助。

(一) 以台灣公開發行公司作為標的公司時常見的交易架構

私募股權基金在台灣之投資，除投資非公開發行的公司外，常見投資公開發行公司或上市上櫃公司。有部分投資上市公司之目的，是在於將其下市，進行私有化之交易。台灣著名的國際或區域私募股

權基金進行私有化交易案例大多發生在 2006 年以後，例如 OaktreeCapital Management, LLC（橡樹資本管理基金）收購復盛股份有限公司、CVC Capital Partners Ltd. 收購億豐綜合工業股份有限公司、華威私募股權基金收購穎台科技股份有限公司等，另外有 KKR 試圖收購國巨股份有限公司但最終未能成功，以上均屬私募股權基金收購台灣傳統產業上市公司，並於完成收購後擬將其下市之著名案例。一般而言，私募股權基金將標的公司下市後，可能會再將其與其他外國公司整併，惟私募股權基金之最終目的仍為將標的公司脫手獲利。

於台灣實務上，私募股權基金收購公開發行公司或上市上櫃公司的常見交易架構主要有以下幾種：

1. 透過控股公司收購標的公司大股東之持股

標的公司為公開發行公司或上市上櫃公司時，倘不直接購買標的公司，而改購買標的公司背後非屬公開發行公司或上市上櫃公司之大股東持股時，將可省去許多法律上繁瑣之義務。然而此種作法在後階段將標的公司私有化方面，可能較為困難，這是因為標的公司其他小股東仍然存在，而僅向標的公司之大股東進行收購，難以達到 100% 持有標的公司之目的，此在標的公司之經營管理及公司治理方面，仍無法享有較為簡便的手續。

2. 私有化交易：「兩階段交易」與「一階段交易」

倘私募股權基金擬從事收購之目的，係在將原本為公開發行公司或上市上櫃公司之標的公司私有化，則在交易設計方面，較常採用之架構有兩種，包含「兩階段交易」及「一階段交易」，前者即先進行公開收購，再進行現金合併；後者則直接以控股公司向標的公司進行現金合併。

兩階段交易下，之所以要在合併前先進行公開收購，是因為依照台灣現行法規，只要先透過公開收購之方式，取得上市上櫃公司三分之二以上之股權，原則上即可透過後階段之現金合併，以相當於公開收購時支付之對價，用現金向公開收購程序中未應賣之少數股東取得標的公司之股權，以達成完全持股之目標，將標的公司 100% 私有化。至於一階段交易，則是以現金作為對價，由控股公司一次以現金合併收購標的公司之股份。

此外，前述之現金合併亦可透過現金股份轉換之方式完成，端視各該交易案件中公司的需求而定。舉例來說，倘由控股公司以現金完成合併，則標的公司將會消滅，此種情況下，若標的公司原本擁有某些特許執照，則台灣的主管機關通常會認為這些特許執照無法透過合併之方式而由存續的控股公司直接繼承，而必須由存續公司重新申請。反之，倘以現金股份轉換之方式完成交易，一樣可以達到 100% 持股之收購目的，但標的公司之法人格仍然存續，而其持有之特許執照等均可留存。

事實上，以台灣過去國際性私募股權基金在考慮要採取兩階段交易或者一階段交易時，主要的考量還包括交易程序所需的時間。詳言之，一階段交易只有一個步驟，對於私募股權基金而言，可以在較短的時間內持有標的公司 100% 的股權；然而，若採取兩階段交易，反而可以比較快透過公開收購之方式取得標的公司過半數之股權，並能較早享有控制權。

除此之外，由於兩階段交易中，私募股權基金設立的控股公司之交易相對人，為標的公司之大股東；而在一階段交易中，交易的相對人則為標的公司本身。因此，在盡職調查方面，若採取兩階段交易，則標的公司之大股東是否有權將公司機密文件提供予收購方閱覽，可能有所疑慮。反之，若採取一階段交易，則交易相對人為標的公司時，標的公司當然有權利可以將公司之機密文件提供予收購方。

（二） 參股案件

私募股權基金除透過控股公司尋求 100% 持有標的公司股權外，有時也會進行參股投資，亦即僅成為標的公司之股東，但參與標的公司經營之情況較少，取得董事之席次數目亦較少。以參股作為投資模式的私募股權基金，多半是看重標的公司原有的經營團隊，因此較不會介入改變原有之經營模式或營運狀況。

參股案件的特色之一，在於私募股權基金進場，買進標的公司股權時，即開始計畫未來如何出場，例如事先定義並規劃「合格上市」（**qualified IPO**）之條件，包括股票之承銷價格需多高、至少為投資時之多少倍等。除此之外，更會有「買權（**call option**）」及「賣權（**put option**）」之約定。

所謂「買權」，是指私募股權基金因看好標的公司，故與標的公司之大股東約定，在某些特定情況下，或某些條件成就時，私募股權基金有權依何等條件購買更多標的公司之股權；「賣權」則是指，倘標的公司遲未達到合格上市上櫃之條件，或者未滿足達成特定財務指標之約定（例如標的公司稅後淨利必須達到某金額）時，私募股權基金有權將其對標的公司之持股，依約定之價格賣回給標的公司之股東，以確保可在適當的時機出場。

參股案件的另一個特色在於「表決權拘束契約」之使用。這是因為在參股案件中，私募股權基金對標的公司之持股並未達到控制權之程度，因此往往需透過表決權拘束契約，規範標的公司其他股東之表決權如何行使，並依該契約之內容修改標的公司之章程，以確保表決權拘束契約之內容可以執行，進而保障私募股權基金之權益。

此外，參股案件中亦時常可見私募股權基金與標的公司之大股東約定，倘未經私募股權基金同意，則大股東禁止轉讓股權，或至少應保持一定比例以上之持股等。另外，「優先承購權（**right of first refusal**）」亦屬常見用於控制公司股權結構之約定，即大股東擬轉讓標的公司之股份時，私募股權基金有優先承購權，以保障標的公司之股份不至於落入私募股權基金不擬合作之對象手中。

最後，參股案件中，私募股權基金與標的公司之大股東間亦常見「強賣權（**drag along right**）」及「跟隨權（**tag along right**）」之約定。所謂「強賣權」，即私募股權基金透過參股而成為標的公司之股東後，倘有其他投資人擬向私募股權基金收購取得標的公司之股權，或擬成為具控制權之大股東，或者擬購買之持股比例較高時，私募股權基金可能想將標的公司脫手，但因標的公司之股權有部分仍為原有股東所掌控，私募股權基金為使出脫順利，而有足夠的股份可供出售予新買家，私募股權基金即可行使強賣權，要求原股東將其對標的公司之持股一併出售予新買家。至於「跟隨權」，其意義在於，當有大股東觸發經營權變更（**change of control**）之交易（通常定義為將標的公司三分之一或過半之股權被轉讓予第三人時），私募股權基金作為標的公司之其中一股東，可以要求大股東請求新買家將私募股權基金所持有之股權一併買走，使其可在標的公司經營權發生變化之時與原股東一同出場。

（三） 境外私募股權外資與陸資之審查

境外私募股權基金於取得台灣標的公司之股權時，尚有一點值得注意，即該私募股權基金之國籍係被定義為「外資」或者「陸資」，將大大影響台灣主管機關（即經濟部投資審議委員會）對其擬進行之交易的審查密度。詳言之，主管機關於審查境外私募股權基金之投資案時，有時會要求該基金揭露其背後股東至最終受益自然人層級，以確定該境外私募股權基金究竟為外資或陸資，進而決定應適用之審查法規及審查密度。此點於實務上常對於國際性私募股權基金造成極大的影響，原因是私募股權基金之普通合夥人及有限合夥人間，通常於有限合夥協議中會簽署保密協定，即有限合夥人通常不欲外界知悉自己投資了哪些基金。倘為個別投資案之需求須揭露有限合夥人之身分及其背後之股東結構，很可能會違反有限合夥協議中關於保密之規定，此時則有賴普通合夥人逐一去向有限合夥人溝通協調。

二、 參與業務經營

私募股權基金之所以能成功運用資金進行投資，進而取得極高之獲利，一大原因即在於私募股權基金營運、管理及投資標的之選物與決策，均交由投資專業經理人進行，並對於投資專業經理人給予高度之信任與授權，可在最大範圍內，依其經驗作成所有商業決定，以節省時間及成本。

然而，若仔細觀察可以發現，當私募股權基金將標的公司買入後，前述的投資專業經理人極少自行經營標的公司，而大多是再向外招募對該產業有深入瞭解之其他專業人士，或從其他相同產業之公司延攬有經驗之專業人員，授予其管理權限以經營標的公司，有很多案例是延攬國外相關產業之專業人士來經營管理。而此等產業的專業經理人，則會透過退場紅利（exit bonus）之安排，在出場時獲得一大筆報酬。有時退場紅利會以所謂「虛擬股票」（PhantomShares）之方式設計，即專業經理人的退場紅利，是以其所持有的虛擬股票，依私募股權基金退場時轉售之價格，按投資人股價升值獲利之幅度決定。惟虛擬股票本身通常並無表決權，亦不得轉讓或出售，且通常在離開標的公司時即失效。透過此種設計，持有虛擬股票之專業經理人所享有之利益，與標的公司之企業價值產生緊密的連結，此對於專業經理人形成一強大的誘因，使其在短時間之內全心投入經營標的公司，以提升標的公司的價值，並取得高額轉售價格，進而獲取巨大的退場紅利。

三、 管理層收購（Management Buyout, MBO）

除了更換經營班底外，私募股權基金有時也會選擇與最熟悉標的公司的管理階層合作，以管理層收購（Management Buyout）的方式進行投資，並搭配下市等一連串調整措施，改善並提升公司之獲利情況，再將公司重新上市或出售持股。

於公司還在證券交易所上市時，股東成千上萬，其中許多僅追求短期之獲利，對於公司經營方向之想法未必與管理層一致，而管理層為了顧及廣大股東之利益及意見，往往不得不採取妥協，因此使得管理層有志難伸。如公司營運遇到困境，而管理層對公司之前景仍然看好，此時有投資人（例如私募股權基金）願意助其一臂之力收購在市場上流動之股份，並將公司下市，對於管理層而言，不啻為實現理想的一個管道。

近年一個引人注目的案例是世界第三大 PC 廠戴爾電腦（Dell）的管理層收購案。2013 年時，戴爾電腦的創辦人 Michael Dell 宣布與私募股權基金 Silver Lake 合作，在市場上收購戴爾電腦的股份，當時戴爾電腦之市占率持續下滑，從世界第一大 PC 廠的地位跌落到第三，且在平板及手持裝置之發展上亦落後其他競爭者。因此，Michael Dell 於 2012 年時開始與 KKR 及 Silver Lake 等私募股權基金接觸，討論進行管理層收購之可能性。經過激烈的投標及兜售（goshop）階段後，戴爾電腦董事會選擇與 Silver Lake 進行交易，以每股 13.75 元成交，由 Michael Dell 繼續保有其原持有之戴爾電腦 16% 之股份（當時市值超過美金 30 億），並拿出美金 7.5 億現金，取得 74% 股份之控制權，Silver Lake 則出資美金 14 億，取得剩餘 26% 之股份，除此之外，戴爾電腦還透過借款取得美金 180 億（據報導其中包括來自微軟之 20 億）。

此交易案完成後，Michael Dell 繼續擔任戴爾電腦之董事長兼執行長，並著手對戴爾電腦進行大刀闊斧的整頓，花費數億美元投資其他業務，例如雲端技術及數據分析，並於 2015 年 10 月宣布進行當時科技業史上最大的併購案，以美金 670 億買下數據儲存公司 EMC；一般認為，此交易將有助於戴爾電腦將銷售觸角拓展至 EMC 之客戶群。

第四節 私募股權基金出場模式——以數則知名案件為例

關於私募股權基金出場模式，本書 Chapter 2 會有專章介紹，以下僅先簡介數個著名的案例，以便讀者理解私募股權基金藉由上述之操作模式後，是否能於經濟上實現獲利。

一、 初次公開發行（IPO）——Blackstone 投資希爾頓飯店

私募股權基金常見的出場模式包括於收購標的公司後，對標的公司之營運狀況進行整頓，使標的公司之股權大幅增值，進而透過掛牌上市之方式，尋求變現退場。例如知名的黑石集團（Blackstone）投資希爾頓飯店一案即屬之（詳細案例介紹請見 Chapter 3）：

2007 年 10 月，正當不動產泡沫達到高峰時，私募股權基金公司 Blackstone 以 260 億美元的天價，透過大量舉債以槓桿融資的方式收購了知名連鎖飯店希爾頓（Hilton），Blackstone 透過兩個基金出資美金 56 億，其餘資金則透過舉債方式籌措。Blackstone 憑藉著其在市場的地位，向銀行爭取到非常好的借款條件，例如一般此類交易案中，貸款合約會約定，如標的公司出現連續虧損，則貸款視為到期，但 Blackstone 於此交易的貸款合約中，並無此條款。

無奈該交易案成交不久之後，美國次級房貸問題爆發、經濟一落千丈，首當其衝的正是旅遊產業。2009 年時，希爾頓飯店營業額下滑了 15%，Blackstone 所持有的希爾頓飯店股權價值跌至原本的三成左右。正當整個市場都等著看 Blackstone 好戲時，Blackstone 採取反向操作，主動出擊與債權人重新協商貸款條件，並額外投入 8 億美元之增資款項供希爾頓飯店用來銷除 18 億美元的擔保債務。Blackstone 透過具體行動向市場展現其對於該投資案的信心，也因此使得該案死而復生，挺過了金融海嘯的危機。

當然，除了財務操作外，Blackstone 對於希爾頓飯店的營業也投注了非常多的資源及心力。Blackstone 入主希爾頓後第一個重大決定是更換集團總經理，並徹底改造原來多頭馬車的企業文化，同時改變營運方針，大舉在海外開設高端品牌飯店。時至 2013 年時，希爾頓飯店的營業額已成長至 93 億美元。

2013 年年底，希爾頓飯店正式在紐約證交所掛牌上市，首日交易當日，希爾頓飯店的市值達到 200 億美元，而 Blackstone 的帳面獲利則達到了近 90 億美元。其後的 2 年內，Blackstone 出售了近 70 億美元之希爾頓飯店股份，並於 2016 年時，將希爾頓飯店 25% 之股權以 65 億美元的價格出售予中國的海航集團，根據《華爾街日報》的報導，截至當時為止，包括其仍然持有之希爾頓飯店 21% 股權在內，Blackstone 已經自希爾頓飯店的投資案中獲利美金 120 億，達到其原始投入資金之數倍之餘。

Blackstone 投資希爾頓飯店不但是私募股權基金發展史上最賺錢的案例之一，尤其是 Blackstone 雖然購買在高點，但仍然能夠獲得高額的利潤，此更顯示大型私募股權基金的在公司改造、財務操作方面確有過人之處。

二、 股份買回或股份轉讓——東隆五金

此外，私募股權基金在整頓標的公司之營運狀況而提升其股權價值後，亦時常透過將標的公司之股份賣回給標的公司原本之股東，或將其再次轉售予第三人（尤其係同一產業之其他經營者或策略性投資人）之方式，尋求獲利了結。相關案例如台灣著名的香港滙豐銀行旗下之私募股權基金入主東隆五金案（詳細案例介紹請見 Chapter 4）：

東隆五金成立於 1977 年，以製鎖及五金用品聞名，產能規模一度達到全球前五名，更於 1997 年跨國前往菲律賓設廠，業務十分興旺。然而，其後陸續遭遇大股東掏空資產等事件，並發生鉅額虧損，甚至爆發違約交割事件，遭主管機關暫停交易並下市，面臨解散清算之危機。

幾經波折後，因香港滙豐銀行之私募股權基金看重東隆五金之本業實力，遂決定入主整頓東隆五金，透過先減資再增資之方式，取得約 70% 之股權。

其後，經由滙豐集團幾年的努力，成功整頓東隆五金之營運狀況，並於 2006 年終於在櫃買中心重新上櫃掛牌交易。將東隆五金成功重整改造後，該私募股權基金自然會尋求退場之機制。

當時適逢銷售五金用品之特力集團有意提升其產品開發與生產之能力，雙方一拍即合，特力集團最終於 2006 年年底以新台幣 21.7 億左右之價格，接手滙豐集團持有約 70% 的東隆五金股權。據悉滙豐集團經過 5 年之經營，獲利達到四成左右，成功退場。

三、 拆解轉賣—— KKR 投資 RJR Nabisco

倘標的公司的營運狀況不理想，或者原本希望透過私募股權基金的介入而重整、提升標的公司之價值，但並未達到效果時，則私募股權基金不得不將標的公司之殘值拆解、分割並轉賣，以求退場，至少使私募股權基金之投資人不至發生過大的虧損。例如 KKR 收購 RJR Nabisco 一案即屬之：

1980 年代著名的 RJR Nabisco 收購案，收購價格高達 250 億美元，是非常著名的槓桿收購經典案例。RJR Nabisco 公司是當時美國最大的食品和菸草生產商之一，資金充足，營運狀況也相當良好，但是風格保守以致公司營運停滯不前。一開始，RJR Nabisco 內部的高階經理人及著名的收購公司 KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) 均以為 RJR Nabisco 公司當時的股價（每股 53 美元）遭到嚴重低估，故競相取得 RJR Nabisco 公司之股權，而於 1988 年 10 月時，由公司內部之高階經理人首先向 RJR Nabisco 提出以每股 75 美元，總計 170 億美元之價格收購公司股權之提議，然而 RJR Nabisco 公司並未接受。

其後，KKR 以每股 109 美元，總金額 250 億美元之金額勝出，且 250 億美元中，KKR 之自有資金僅 1500 萬美元，高達 99.9% 之收購價金均係靠垃圾債券籌得，是以極高度槓桿之方式取得資金。

KKR 之所以會勝出，一般認為與 RJR Nabisco 公司高階經理人所提出之收購計畫方案內容有關。詳言之，這群高階經理人的 MBO 計畫方案包括：在收購完成後計劃出售 RJR Nabisco 的食品業務，只保留菸草業務，因其認為市場對於同一家公司同時經營食品及菸草業務有所疑慮，而菸草業務之獲利率較高故保留之。此外，其所提出之收購價格為每股 75 美元，較當時市價之 71 美元高。KKR 之收購計畫則正好相反：擬同時保留 RJR Nabisco 公司的食品及菸草業務，而初始提出之收購價格則約為每股 90 美元。

雙方持續競爭角力，直到最後，RJR Nabisco 公司的高階經理人提出之收購條件為每股 108 美元，並保留給公司股東 15% 之股份；而 KKR 之收購條件則為每股 109 美元，且保留給公司股東 25% 之股份。此外，依據公司經理人的 MBO 計畫，RJR Nabisco 公司之大部分業務將在收購完成後遭到出售，但 KKR 則擬係保留 RJR Nabisco 公司之大部分業務。在綜合考量雙方所提出的條件後，RJR Nabisco 公司之股東最後選擇與 KKR 合作。

然而，好景不常，在 KKR 收購 RJR Nabisco 公司之後，雖對公司進行大力改革，包括更換執行長、出售公司設施等，並提升生產效率，同時進行裁員與部門調整以降低成本。

然而，一般認為由於 KKR 入主 RJR Nabisco 公司後，其所引進之新任管理層對於菸草業並不熟稔，亦無太大經營熱忱，導致 RJR Nabisco 公司之菸草業績持續下滑，使得 KKR 最後不得不在 1995 年時為求退場，而將 RJR Nabisco 公司菸草方面與食品方面之業務剝離出售，最終虧損近 10 億美元。

四、 二次收購 (Secondary Buyout)

所謂「二次收購」，係指某一私募股權基金透過其對標的公司之投資轉讓給其他私募股權基金以尋

求退場之方式。

過去，較少有基金透過此種方式出場，但現在已經越來越多見，甚至有基金專門從事收購其他基金擬出脫之投資組合的生意。

實務上，有些二次收購是發生在私募股權基金之投資期間即將結束，而基金手上尚有許多閒置資金時。這是因為，一旦投資期間結束，基金之普通合夥人僅能就已使用之資金收取管理費，倘投資期間結束後尚有閒置資金，普通合夥人將因無法再使用該等資金進行其他投資，而減少其能賺得之管理費。此時，急於消耗資金之普通合夥人，在不敢貿然尋找投資標的情況下，收購其他基金手上已經經過評估及整頓之標的，是較有效率又不至於風險過高的做法。

同時，對於出售標的公司之私募股權基金而言，由於二次收購的相對人亦為熟稔私募股權投資之其他私募股權基金，經驗較為老道，對交易流程亦相當嫻熟，因此急於將標的公司脫手的私募股權基金，亦傾向於選擇以二次收購作為出場方式。以台灣而言，著名之二次收購於 2007 年凱雷私募股權基金將其所收購之台灣第三大有線電視多系統業者台灣寬頻出售予麥格理私募股權基金。