

黎明前的曙光？ 2024/2025 全球私募股權基金 動態及台灣法規政策展望



惇安法律事務所盧偉銘律師

2024 年 12 月 24 日

自 2021 年開始，隨著疫情、俄烏戰爭、中美貿易戰、全球通膨及升息等重大事件，私募股權基金在全球發生相當大的變化，普遍可見的趨勢便是私募股權基金在交易、募資、出場等活動的下滑趨勢，但隨者重大疫情的遠離、俄烏戰爭接近尾聲、通膨與升息壓力的減緩，再加上美國政局的轉換與台灣相關法令政策的導引，私募股權市場 2025 年有機會走出黑暗，迎接黎明前的曙光。

我們擬透過本篇文章，彙整各方對於私募股權基金於 2024 的全球及台灣的趨勢的各種觀察，並整理 2025 可能會影響台灣私募股權基金及創投市場的相關法規趨勢。

一、美國私募股權基金趨勢

美國是全球私募股權基金最為活躍的地區之一，根據美國 Ropes & Gray 於 2024 年 10 月發表的 U.S. Private Equity Market Recap，美國的私募股權在 2024 年整體而言，延續自 2021 年的高點至今大致為下滑的趨勢，但展望 2025 年均抱持逐漸回溫的預期：

- (一) **私募股權基金的交易活動¹**：2024 年 9 月份的交易活動呈現下降，交易數量下降了 14%，降至 4 年來的最低月度水準。2024 年第三季度的交易數量持平，交易價值比第二季度上升了 24%。2024 年的年度交易活動預計將在年末與 2023 年的交易數量相似，但交易金額增長 16%。
- (二) **私募股權基金的募資活動²**：2024 年第 3 季的募資活動相比第 2 季度有所下降。2024 年的募資情況預計在基金數量和募集資本金額都將低於 2023 年。

值得注意的是，從 2024 年完成募資的基金觀察，市場仍有向大型基金集中的趨勢，例如第三季完成募資的 New Mountain Partners VII，募得金額為 154 億美元，其中有國泰人壽及富邦人壽分別投資 6,000 萬及 7,000 萬美元。排名第二名的為 Platinum Equity Capital Partners VI，其中則有台灣人壽及國泰人壽分別投資 2,000 萬及 3,000 萬美元。國外大型私募股權基金仍相當受台灣壽險業者的青睞。

- (三) **私募股權基金的 IPO 活動³**：截至目前，美國 IPO 活動已超過 2023 年的水準，

¹ Ropes & Gray, U.S. Private Equity Market Recap 2 (2024).

² Id. at 4.

³ Id. at 6.

但仍低於正常水平。儘管私募股權基金相關之 IPO 所占比例僅為 6% 仍然較低，但 Sponsor-backed IPOs 的 IPO 市場正在回暖，預計 2025 年的 IPO 出場前景積極。

- (四) **私募股權基金在各產業的活動**⁴：工業和科技產業在 2024 年的交易活動中交易數量最多。按交易金額計算，科技行業則是最活躍的領域。截至目前的交易活動顯示，消費者和醫療保健行業的交易活動有所減少，醫療保健領域的交易數量和金額分別下降 31% 及 37%，消費者領域的交易數量及金額分別下降 8% 及 18%。

二、 全球私募股權基金動態綜覽

根據 Dechert 於 2024 年發布的 The International Comparative Legal Guide To: Private Equity 2023/2024 9th Edition，整體而言私募股權基金的活動在主要國家於 2021 年達到高點，但普遍自 2022 年/2023 年開始下滑。常見的併購模式包括槓桿收購(Leveraged buy-out, LBO)、私有化(Public to private)及 Add on/Bolt-on acquisitions。

市場逐漸趨向非傳統 PE 類型之投資人，非傳統 PE 類型之投資人從過去的私募股權基金投資人或從對標的的少數持有，轉向與私募股權基金共同投資(Consortium)，而私募股權基金也樂於借用其資源與技術，以分散其風險。這些非傳統投資人包括退休基金、主權基金、家族辦公室(FO)及高淨資產個人(HNWI)。由私募股權基金這段期間的出場受到限制，間接也使 GP-Led Secondary 持續成長而出現活絡，私募股權公司透過此種方式間接取得流通性。

美國特別是在併購的反壟斷審查方面因為過於嚴格時間過久，導致許多人詬病，拜登政府對從科技到醫療保健等領域的壟斷行為進行打擊。根據報導，美國聯邦貿易委員會(FTC)及司法部(Department of Justice)，嚴格執行聯邦反壟斷法，使許多合併計畫受挫或需要更長的審查期間(可能長達 15 個月)。自 2021 年 6 月開始，已對至少 38 起併購案採取行動。最終有 19 件被申請人撤回，14 件則必須進行分割，以維持競爭市場。過長的審查期間在法律方面也帶來影響，例如交易雙方更常使用赴湯蹈火條款(Hell or High Water Agreement (HOHW))、反向終止費(Reverse termination fee/breakup fee)或是乾脆直接避開併購審查的機制，例如只取得關鍵技術人員及專利技術授權，而不收購股份或進行合併(Buy everything but the company)。

各國影響併購架構的主要考量因素則包括稅負、資金借貸、責任及出場的難易度。各國主管機關的關注焦點則包括公平法下的併購反壟斷審查、國家安全及特定產業保護。其他趨勢則包括轉向買方市場 (Buyer friendly market)以及對 ESG 的要求與關注，但川普上任可能帶來一些變數，例如是否再次退出巴黎協定，回歸傳統能源，關注高科技、石化、虛擬貨幣及數位科技，ESG、氣候暖化與環境保護的關注度是否減少等？

我們整理主要國家於私募股權基金在 2023 年/2024 年間的發展趨勢：

- (一) 澳洲自疫情期間對原物料的需求支撐產業發展一直很強勁，直到 2023 年開始下滑，反映較其他國家為落後。
- (二) 私募股權基金在法國、德國均係於 2021 年達到高點，但自 2022 年下半活動開始趨緩

⁴ Id. at 7.

- (三) 日本則受日幣貶值影響較大，交易案件量自 2021 大量下跌，值得關注的是日本擁有全球規模最大的日本退休基金(GPIF - Government Pension Investment Fund)，規模將近 1.6 兆美元，其已規劃設定在未來 5 年投資 5%在另類投資當中。
- (四) 韓國市場積極成長，自 2021 年到 2024 年規模成長 5 倍，但在 2023 年發生 7 年來第一次的衰退。
- (五) 英國自 2023 年私募股權基金活動減緩，非傳統投資人逐漸轉變為取得控制權而成為競爭者，但仍在學習調整治理腳步。
- (六) 美國近年的特色則為私募股權基金出場慢、持有標的期間拉長、併購審查嚴格增加時間及不確定性、對內及對外投資的國安審查嚴格，基金手上資金(Dry powder)仍充裕，但投資人受限於現有投資流動性的影響，可用資金較為受限。

三、 台灣私募股權市場趨勢綜覽

根據勤業眾信於 2024 年 10 月 23 日發布的私募股權基金白皮書，在全球高利率環境及台灣地緣政治風險的雙重挑戰下，2023 年度台灣私募股權投資市場低迷。2023 年度，台灣央行重貼現率由年初的 1.75% 上升至第一季末的 1.875%，後續便維持高檔至年末，使投資活動熱度受到抑制；再者，地緣政治風險產生的經濟不確定性，更使海外私募股權基金對於台灣市場採保守態度，導致 2023 年台灣私募股權投資市場之整體併購交易件數下降至 2015 年以來之新低。然而，地緣政治的影響亦催化台灣企業對於海外分散布局的重視，不少企業選擇與熟悉跨國交易的私募股權基金合作，共同評估及收購海外標的。

但根據台灣經濟研究院於 2024 年 9 月 24 日發布的 2024 年臺灣早期投資年報⁵，其中包含較大多數的創投市場資訊，則呈現完全不一樣的風景。全球創投市場在 2022 年迎來了大幅的資本退潮，投資熱度驟降，而這一波的資本寒冬也延續到了 2023 年。市場回歸理性後，投資轉趨保守。全球性的資本寒冬對臺灣似乎並未帶來太大的影響。2021 年之後，臺灣的早期投資市場如同被喚醒一般，不僅交易案有增無減，交易規模在 2023 年更是達到了 27.9 億美元的新高點。成熟產業的背景與政策的支持成為早期投資的重要驅動力，並且促進臺灣新創環境的發展⁶。

四、 近期台灣政府相關重大法規及政策趨勢觀察

⁵ 依台灣經濟研究院於 2024 年 9 月 24 日發布的 2024 年臺灣早期投資年報，臺灣早期投資獲投企業定義：(1)公司註冊地點在臺灣，或註冊地點在海外，但創辦人來自臺灣；(2)上市/櫃(含興櫃)前的私募股權投資，不含債權、可轉換公司債、補助、ICO 等；(3)不包含收購、母公司對子公司 100% 的投資。

⁶ 依台灣經濟研究院於 2024 年 9 月 24 日發布的 2024 年臺灣早期投資年報，盤點臺灣 2015 至 2024 年第一季 3,605 筆的早期投資交易案，交易金額共 140.6 億美元(約新臺幣 4,218 億元)。2023 年臺灣早期投資市場熱度仍在持續升溫，交易案達 542 件，較 2022 年的 491 件成長約 10.4%；投資金額亦由 2022 年的 25.4 億美元(約新臺幣 762 億元)增長約 9.8%至 27.9 億美元(約新臺幣 836 億元)。2023 年 100 萬美元以下的小型投資案的件數占比為 31%，但其交易規模僅占整體的 3%；千萬美元以上的大型投資案件數占比為 13%，卻貢獻了 67% 的交易規模。雖然這類小型項目的投資金額不大，但卻是臺灣培育新創種子的重要資金來源。從近幾年的數據觀察，小型投資案的占比在 2019 年後逐漸下滑，一方面是因為千萬美元以上的大型項目吸引了大筆資金，另一方面則是隨著新創企業的成长與業務擴張，而走向下一輪的募資。

2025 年政府將採取許多措施，可能與鼓勵私募股權基金發展或是與其具關聯性，茲臚列如下：

- (一) 經濟部投資審議司將研擬修正外國人投資條例(自民國 86 年迄今尚未修正)，內容將包括簡化申請文書(例如簡化授權書手續)、簡化併購申請程序並減少不確定、允許多元化併購模式及檢討彙整併購統計之可能性。相關修法未來也仍有待立法院的支持。
- (二) 金融監督管理委員會研擬新業務，包括：
 - 加快虛擬資產交易專法的立法進度，預計 2024 年 12 月底前出爐，隔年 6 月前送行政院。
 - 研擬開辦家族辦公室業務及發展相關產業，預計 11 月公布草案預告，預計明年 6 月開展
 - 依據 2024 年 11 月推動金融業數位與永續轉型規劃，擬成立金融業金融科技產業聯盟，並研究共同籌募金融科技創投基金的可能。
 - 配合行政院「兆元投資國家發展方案」之政策方向，調降保險業透過國內「私募股權基金」100%投資公共建設所適用之風險係數，將比照保險業直接投資公共建設，由現行 10.18%調降為 1.28%。預計 2024 年底前也將調降保險業透過國內「創投事業」100%投資公共建設之風險係數。金管會後續將規劃與研擬風險係數調控機制，將併同私募股權基金的投資金額，於整體保險業投資金額合計達新臺幣 5,000 億元後，就超逾額度部分將另外訂定以風險為基礎的風險係數。
- (三) 國家發展委員會聯手台大成立台灣第一個校友 VC 投資基金，並研議修企業併購法強化稅負優惠，將聯手台大成立台灣第一個校友 VC 投資基金。
- (四) 公平會對於重大結合案件附加條件或負擔之比例逐年升高。
- (五) 經濟部研擬修正產業創新條例，修正草案立法院審議中，內容包括：
 - 增加人工智慧產品或服務、節能減碳得為投資抵減標的。
 - 原來對外申請與否係以新台幣 15 億元為分水嶺，新台幣 15 億元以下的只要事後備查，將來擬改成對外投資以投資國家及地區、涉及特定產業技術、達一定金額以上或其他法規規定為是否應申請核准之標準，不需要核准的，在 6 個月內備查。影響國家安全的案件得不予核准或附條件核准。
 - 延長及放寬有限合夥之創投適用優惠穿透課稅規定，原自 118 年的適用優惠穿透課稅截止日期，改為自 114 年開始沒有期限。