

委員會議決議不禁止結合決議書

案由：有關美商 KKR & Co. Inc.、盧森堡商 Carlton (Luxembourg) Holdings S. à. r. l.、楷榮股份有限公司及李長榮化學工業股份有限公司結合案。

決議要旨：

- 一、照案通過。
- 二、本結合案合致公平交易法第 10 條第 1 項第 2 款、第 4 款及第 5 款之結合型態，並已達同法第 11 條第 1 項第 2 款規定之結合申報門檻，又無同法第 12 條規定之除外適用情形，且對於整體經濟利益大於限制競爭之不利益，爰依同法第 13 條第 1 項規定不禁止其結合，亦不發縮短書面通知予申報事業。

理由：

- 一、緣美商 KKR & Co. Inc. (下稱 KKR) 子公司盧森堡商 Carlton (Luxembourg) Holdings S. à. r. l. (下稱 LuxCo) 透過楷榮股份有限公司 (下稱楷榮公司) 收購李長榮化學工業股份有限公司 (下稱榮化公司) 全部股份，本案完成後，KKR 成為榮化公司最大股東並持有控制權，將與 Karlton Investment Limited 共同經營榮化公司，合致公平交易法第 10 條第 1 項第 2 款「持有或取得他事業之股份或出資額，達到他事業有表決權股份總數或資本總額三分之一以上」、第 4 款「與他事業經常共同經營或受他事業委託經營」及第 5 款「直接或間接控制他事業之業務經營或人事任免」規定之結合型態。又 106 年榮化公司之「熱可塑性橡膠 (TPE)」、「異丙醇」、「異戊四醇」、「多聚甲醛」等產品於我國市占率超過四分之一，合致公平交易法第 11 條第 1 項第 2 款「參與結合之一事業，其市場占有率達四分之一」之申報門檻，依法提出事業結合申報。

二、 參與結合事業概述：

- (一) KKR：係一全球投資公司，為投資人提供各類型之資產基金及其他投資產品，於我國設有 5 家事業，主要產品包括真空系統、貨櫃、製作螺絲工具之素材、電力工具及軟體授權。本案完成後，不影響 KKR 在我國事業組織結構。
- (二) 榮化公司：係一石化公司，生產橡膠、溶劑、高性能塑膠等產品，主要產品包括「熱可塑性橡膠(TPE)」、「異丙醇」、「異戊四醇」、「多聚甲醛」。本案完成後，不影響榮化公司在我國事業組織結構。
- (三) LuxCo 為 KKR 之 100% 持股子公司、楷榮公司為 LuxCo 之 100% 持股子公司，2 公司均因本結合案而設立。

三、 查 KKR 及榮化公司產品在全球及我國並無水平重疊，且無上下游之垂直關係，故本案屬多角化結合。本會於判斷多角化結合是否具有重要潛在競爭可能性時，依本會「對於結合申報案件之處理原則」第 12 點第 1 項規定，得考量下列因素：

- (一) 法令管制改變之可能性及對參與結合事業跨業經營之影響：查 KKR 係一全球投資公司，於我國之子公司主要產品為真空系統、貨櫃、製作螺絲工具之素材、電力工具及軟體授權服務；榮化公司主要產品為「熱可塑性橡膠(TPE)」、「異丙醇」、「異戊四醇」、「多聚甲醛」。前揭產品並無相關法令管制限制，故對參與結合事業或其他事業從事跨業經營尚不會產生影響。
- (二) 技術進步使參與結合事業跨業經營之可能性：按 KKR 子公司所投資之主要產品品項與榮化公司所經營之石化產業，相關技術發展已臻成熟，故相關技術的進步與發展應不會對參與結合事業或其他事業跨業經營前揭產品產生困難。
- (三) 參與結合事業原有跨業發展計畫：除本案外，KKR 並無參與我國「熱可塑性橡膠(TPE)」等產品市場之計畫，榮化公司亦無參進 KKR

所生產或銷售真空系統等產品之計畫。

- (四) 其他影響重要潛在競爭可能性之因素：本案完成後，「熱可塑性橡膠(TPE)」等產品市場結構並未改變，KKR 及榮化公司仍將面臨全球及我國相關產品業者激烈競爭，必須在市場上以較有利之價格、數量、品質、服務或其他條件，爭取交易機會。另我國「熱可塑性橡膠(TPE)」屬中度集中市場；「異丙醇」、「異戊四醇」及「多聚甲醛」屬高度集中市場，然參與結合事業彼此間並無水平競爭及上、下游關係，結合後市場結構及集中度並未改變。且參與結合事業所涉產品並無其他法令、資本額、原材料取得來源及關稅障礙等市場進出限制，故本案對相關產品市場尚無限制競爭之疑慮。

- 四、 綜上，本結合案經依本會「對於結合申報案件之處理原則」第 12 點綜合評估，不具有顯著限制競爭疑慮，依同處理原則第 6 點第 2 項規定，得逕認其結合之整體經濟利益大於限制競爭之不利益，爰依公平交易法第 13 條第 1 項規定，不禁止其結合。

案 由	有關美商 KKR & Co.Inc.、盧森堡商 Carlton (Luxembourg)Holdings S.à.r.l.、楷榮股份有限公司及李長榮化學工業股份有限公司結合乙案
意 見 書	<p>協同意見書 委員 魏杏芳</p> <p>公平交易委員會（以下稱「本會」）於第 1409 次委員會議（107 年 11 月 9 日）同意美商 KKR & Co. Inc.、盧森堡商 Carlton (Luxembourg)Holdings S.à.r.l.、楷榮股份有限公司及李長榮化學工業股份有限公司結合案（以下稱「KKR／榮化案」），復於第 1412 次委員會議確認該案不禁止結合之決議書。本於開放自由的市場經濟以及歡迎資本的跨國移動，當容許私人企業享有更大的空間，決定事業的經營方向並作成規劃，故本人就 KKR／榮化案之最終結論，原則上並不持反對立場，惟對本會審議此案所採的研析模式及綜合考量因素，認有再予充實改善的必要，爰提出協同意見書如后。</p> <p>（一）私募股權基金與收購標的公司之間的關係，宜再深入詳為調查</p> <p>私募股權基金(private equity, “PE”)在所有發展成熟的經濟體扮演重要的角色，已成為近年併購風潮的重要推手，且收購交易遍及全球各地，私募股權基金收購案的數量日多，占各國競爭機關處理結合案件的比例與日俱增。較之一般事業結合所可能形成的集中效果，私募股權基金的收購通常鮮少引起競爭疑慮，概因私募股權基金與擬收購的標的公司之間，甚少有實質業務重疊的情況，本會就 KKR／榮化案係按審查密度較低的多角化結合進行檢視，理由即在此。然而私募股權基金的目的在於財務性投資，為基金投資人或合夥人找尋最適合的投資標的，追求最理想的報酬，而不在永續經營基金集團內的事業；私募股權基金就其收購的投資組合公</p>

司，終將再以首次公開發行、出售或其他方式獲利回本，這是私募股權基金收購的本質。從而就與私募股權基金有關的結合案，主管機關的審查邏輯與脈絡雖然原則上與一般結合案並無實質上差異，仍按既有的規則進行，但隨著私募股權基金所關聯或控制的投資組合公司營業活動範圍日益擴大，對於私募股權基金結合案，從競爭政策的觀點，競爭機關有必要另作特殊考量。此時競爭主管機關所應關注並確認者，是作為收購方的私募股權基金旗下各投資組合公司與標的公司之間的水平或垂直關係，進而依據水平結合或垂直結合的不同態樣及相關規則，判斷在收購當時、將來獲利再出售或內部結構調整時，對市場競爭可能帶來的影響。以 KKR 這樣的大型全球投資公司，它旗下擁有數個私募基金，各基金又控制多個投資組合公司，例如此次 KKR 收購榮化，就是由 KKR 旗下亞洲第三資金（Asia Found III）為本案進行換股的交易，因此本會在審查 KKR／榮化案時，KKR 應提出完整的組織關係圖(mapping)，以呈現任何潛在的水平或垂直關係，供本會審酌，而不是只簡易呈現結合前後該集團在台灣境內的狀態，如此一來本會始可能作成合理而有意義的判斷，可惜本會在審查時並未注意及此。

由申報資料顯示，參與結合事業 KKR 單方宣稱其為全球投資公司，強調它在我國與其擬收購的榮化公司沒有任何水平或垂直連結關係；KKR 並表示為利本會審查，自行提出榮化公司四項市占率超過四分之一的產品（熱可塑性橡膠、異丙醇、異戊四醇、多聚甲醛），以及 KKR 之投資組合公司在台灣銷售金額前五大之產品相關資料，供本會審查。然而 KKR 的投資組合公司在台設有五家子公司，KKR 並提供各該子公司的名稱及營業收入等資料，但上述所謂 KKR 在台灣市場銷售金額前五大的產品，卻有三項是由其他 KKR 控制的投資組合公司製造並自外國進口銷售，形成集團內部的交易，非全

部由 KKR 在台子公司製造銷售，故參與結合的各個事業所提供的主要產品、在台子公司或銷售狀況等資料，由形式上觀察顯然風馬牛不相及，實無競爭疑慮之可言，如果僅僅以這些資料作為審查的基礎，根本談不上有任何實質意義的審查，因此在行政作業上似乎只要採簡化作業程序審查即可。但本會既然覺得本案應採一般作業程序審查，卻又未要求 KKR 進一步提供其整體投資組合公司營業活動領域及其概況，供本會確認 KKR 內部各基金及各投資組合公司與榮化公司之間沒有任何可能的水平或垂直關係，依舊以參與結合事業所提供的上述資料，據以衡酌是否有重要潛在競爭可能性，遂依結合處理原則第 12 點第 1 項所定多角化結合的考量因素，行禮如儀地逐項加以說明，可想而知，每項考量因素盤點的結果，都是不會產生任何限制競爭疑慮，使 KKR／榮化案不禁止結合決議書的研析內容，形同贅（廢）文。

以歐盟的實務為例，倘同一私募股權基金公司旗下的兩個基金，其中一基金擬收購的標的公司，其業務活動所在的市場，與另一基金所控制的投資組合公司業務活動的市場相同，執委會即依據水平結合的規則進行審查。執委會拒絕各該收購標的及投資組合公司是由不同投資人控制及管理營運的主張，也不接受在進行結合評估時各該公司的市場占有率不應合併計算的說法；換言之，歐盟執委會認為，凡在同一基金公司之下的所有投資組合公司，只要在同一市場有營業活動，就競爭評估的目的而言，都應視為同一事業；基金公司未來是否有進一步整合各該公司的計劃，是否維持獨立營運或品牌等，都與結合審查的考量沒有關聯。事實上，私募股權基金在收購結合後，將來在同一基金公司旗下不同基金所控制的投資組合公司之間進行的任何合作，很可能因為已納入同一公司集團，集團間成員的交易，得豁免於禁止違法水平聯合規範的適用¹，因

¹ 此見解論述的法理，可參見歐洲法院的裁判 Case C-73/95P *Viho Europe BV v Commission of*

此在許可私募股權基金結合之初，競爭機關採取較寬鬆的市場界定以及較嚴格的審查標準，實有其必要。

另外就私募股權基金收購可能產生的垂直限制競爭疑慮，歐盟則是採取擴大取得資訊嚴謹審查的模式，以評估基金收購後對市場的影響；執委會不僅檢視標的公司與投資組合公司之間實際的垂直關係，同時也注意各該公司間潛在的垂直關係。歐盟結合申報書 (Form CO) 第 6.3 點有關「受影響市場」(Affected Markets) 的說明指出，在填具所謂垂直關係中受影響的市場，其定義包括「不論參與結合事業之間是否已經或沒有任何既存的供應商與客戶關係存在」²，都屬於應提供相關市場資料的範圍，例如只要參與結合之一方在他方事業的上游市場營業而其市場占有率超過 30%，所謂垂直的關係就已形成，各該上游與下游市場都屬於該結合申報案的「受影響市場」而有填報的必要，俾利執委會的審查。不過在私募股權基金涵概範疇日漸擴大的情況下，類似歐盟這樣垂直關係的定義，申報事業必須揭露的資訊甚多，極可能導致案件的審查延宕而冗長，因此歐盟在實務上也就個案之不同，發展出快速篩選的檢查模式³，非常值得本會參考。例如執委會當然較重視實際的垂直關係，因此通常會排除潛在垂直關係有封鎖效果的可能；就算有實際的垂直關係存在，執委會將進一步檢視該結合集中的結果，是否會

the European Communities, ECLI:EU:C:1996:405; 本會亦曾發布解釋令 (公法字第 10515602811 號)，認為集團內關係企業間接受集團指令的經濟活動，已不具經濟獨立性與自主決定能力，故集團旗下之關係企業進行共同行銷，尚難認屬公平法所規範的聯合行為。

² FORM CO RELATING TO THE NOTIFICATION OF A CONCENTRATION PURSUANT TO REGULATION (EC) No 139/2004, Point 6.3

...one or more of the parties to the concentration are engaged in business activities in a relevant market, which is upstream or downstream of a relevant market in which any other party to the concentration is engaged, and any of their individual or combined market shares at either level is 30 % or more, *regardless of whether there is or is not any existing supplier/customer relationship between the parties to the concentration.* These are vertical relationships...

³ Luca Crocco, Tomas Nilsson and Stella Sarma, "Private Equity and EU Merger Control - Select Issues", *CPI Antitrust Chronicle* June 2017, pp. 6-8, available at <https://www.lw.com/thoughtLeadership/cpi-pe-and-eu-merger-control-select-issues>, visited on date:12/22/2018.

改變公司許可第三人取得重要生產投入的誘因，而且所謂的生產投入，必須是指對下游事業的產出具有關鍵性(critical to downstream company)的投入；此外，執委會也運用「微小(*de minimis*)原則」或不具有未來發展性的理由，較快速處理垂直關係的個案。以下摘述歐盟一個有關 KKR 作為收購方的案例，可說明執委會的判斷方式⁴。

KKR 擬收購自動咖啡機製造商 WMF，而與另一私募股權基金公司 FIBA 形成共同控制 WMF 的狀況。本結合案中 KKR 控制了自動販賣機廠商 Selecta，而 FIBA 則控制了擁有咖啡機濾嘴供應商 BWT。兩家 BWT 的競爭廠商對結合表示疑慮，擔心結合後，無論是與 Selecta 或與 WMF 所屬自動販賣機廠商爭取濾嘴的交易機會，可能受到限制。執委會在本案決定中認定，多年來 BWT 已成為幾乎是標的公司 WMF 的獨家供應商，過去兩年根本未曾向第三人購買，本次收購交易不太可改變 WMF 的交易政策，即不太可能轉而向第三人購買。但就另一個垂直關係，執委會觀察到完全相反的事實。執委會發現，Selecta 過去兩年向其他供應商穩定採購了相當的數量，因此基於相同的理由，Selecta 也沒有特別改變其交易對象的誘因。換言之，在考慮垂直關係是否有封鎖效果時，長期的供應關係可以緩解標的公司與投資組合公司完全整合的影響，有助於排除競爭疑慮。

由處理本 KKR／榮化案的經驗可知，本會日後面對私募股權基金的收購合併案時，雖大致上仍得依據本會現行結合案件處理原則的架構進行審查，但就參與結合的私募股權基金應提出的資料內容，應要求以該私募基金公司的整體，包括旗下各基金及其投資組合公司的資訊，完整而充足的提出於本會供本會作成判斷。是類外國私募基金投資本國事業的案件，必須通過一個以上部會的審查，

⁴ Case M. 7671 - KKR / FIBA / WMF, C(2015) 6480 final, 17.9.2015.

就市場競爭影響評估部分，是本會身為競爭主管機關責無旁貸的任務，不容輕忽。

（二）涉及私募股權基金的合併案，就「整體經濟利益大於限制競爭不利益」的考量應有所調整

KKR/榮化案不宜直接套用本會現行「對於結合申報案件之處理原則」，逕依多角化結合的類型處理，其理由已如前述；但本人真正關切的是，類似 KKR/榮化案這類外國私募股權基金收購我國重要企業的案件，就所謂整體經濟利益的意涵，是否應有更縝密的觀察？

依結合處理原則第 6 點的規定，無論是水平、垂直或多角化結合，經依相關考量因素檢視後，「倘不具有顯著限制競爭疑慮，得認其結合之整體經濟利益大於限制競爭之不利益；若具有顯著限制競爭疑慮，則進一步衡量整體經濟利益，以評估其結合之整體經濟利益是否大於限制競爭之不利益。」（第 6 點第 2 項）但本人認為，就 KKR/榮化案，無論對是否有顯著競爭疑慮這個要件的認定結果為何，本結合對我國整體經濟利益的影響，都有重新認識及評估的必要，主要理由在於榮化公司之於我國石化產業的重要地位。

據瞭解，石化產業一向被認為是所有產業的火車頭，榮化公司所生產的熱可塑性橡膠、異丙醇、異戊四醇等化工原料，在我國都是最大的生產廠商，該等化工原料尤其是熱可塑性橡膠，更是生產廣泛運用的各類橡膠產品的重要投入，從產業關聯程度及產業供應鏈的觀點，榮化公司的產品及產值於我國都具有實質的重要性。然據 KKR/榮化案收購方 KKR 的規劃，在本案收購完成後，榮化公司將下市，如此一來不僅我國資本市場的規模縮小，結合完成後的榮化公司將成為大部分由外資持有的非公開發行公司，屆時榮化公司受主管機關監督的強度勢必較小，公司營運與發展策略等議題也沒

有對外說明或溝通的必要，雖然收購方宣稱在下市後數年將再上市，但榮化公司在重新上市之前，畢竟仍完全受 KKR 集團的控制，誠如 KKR 在結合申報書裡所述，本結合「表彰了符合其投資策略的投資機會」，就算榮化公司藉此結合引進擁有經驗及資源的第三方，以優化其管理營運及資本投資，從 KKR 的角度而言，榮化公司的任何改善，都是為了實現其在大中華地區的銷售而獲利，為其客戶帶來效益。這就是私募股權基金的本質，其投資買賣與我國整體經濟利益其實是沒什麼關聯的，因此在 KKR 控制榮化公司的期間（無人知道哪一年可以真正重新上市，或是否會真的再上市），我國石化產業上下游供應鏈的完整性如何，著實令人憂慮。本會應至少意識到這個問題，在參酌產業目的事業主管機關意見（結合處理原則第 15 點參照）後進行評估，並且視情況採取必要的措施（例如附加妥適的負擔），確保榮化公司在管理、技術、資金或市場等各方面的改進或提昇確實到位，真正有助於我國整體經濟利益的實現。