

私募股权新玩法：化敌为友，一起赚钱

这个行业刚刚创立的时候，各家公司为了打击对手往往不惜一切手段。但现在，企业与竞争对手建立了复杂的关系。



今年2月，当收购集团赫尔曼弗里德曼(Hellman & Friedman, H&F)和珀米拉(Permira)开始跟踪收购商业软件巨头 Zendesk 时，它们试图引入第三个合作伙伴，这将是一笔大交易。他们给黑石集团打电话，这家公司管理着超过 1,250 亿美元的私募股权资产，他们在之前的交易中都很熟悉。

黑石最初对 Zendesk 有兴趣，但最终放弃了这笔投资。然而，该公司的参与并未就此结束。当 H&F 和珀米拉最终在今年6月宣布以 102

亿美元收购这家软件公司时，新闻稿并未提及通常会为完成此类交易提供过桥贷款的任何一家华尔街银行。

相反，H&F 和珀米拉表示，在动荡的资本市场中，它们获得了逾 40 亿美元的债务融资。这些债务来自以黑石为首的一群潜在竞争对手。

黑石和交易中的另一家贷款机构阿波罗(Apollo)等公司以足智多谋的收购艺术家而闻名。该行业是在上世纪 70 年代至 90 年代初由一群雇佣兵交易撮合者组成的小团队创立的，他们随后相互争斗，以赢得对纳贝斯克(RJR Nabisco)、联合博姿(Alliance Boots)和飞利浦半导体(Phillips Semiconductor)等大公司的控制权。

自那以来，私募股权公司已发展壮大，管理着近 10 万亿美元的资产，并已成为全球金融市场的主导力量。

但随着这个行业的扩张，它的性质也发生了变化。曾经斗得不可开交的公司，现在与竞争对手建立了复杂的商业关系。私募股权仅占它们管理的总资产的一小部分，信贷投资业务目前管理着数千亿美元的资产，包括为杠杆收购提供贷款。

这些不断扩张的帝国的结果是，曾经激烈的竞争对手越来越多地看到了不同业务部门之间合作的好处，而这在过去似乎是不可想象的。

“私募股权始于 35 年前,是一门黑暗艺术。如今它是一种资产类别,”阿波罗全球首席执行官马克·罗文(Marc Rowan)今年早些时候对听众表示。“再也没有永远的朋友或永远的敌人了。”

随着私募股权交易现在占到全球并购活动的 25%以上--创下了市场份额的记录--领先集团的集体力量开始吸引监管机构的注意。



竞争监管机构向英国《金融时报》表示,一度得到反垄断机构批准的私募股权收购,如今正受到之前只有大企业才会受到的审视。

对于一个过去经常被政客批评为冷酷无情,而非俱乐部化的行业来说,这是一个惊人的逆转。

哈佛商学院(Harvard Business School)教授乔希·勒纳(Josh Lerner)研究私募股权已有数十年，他表示：“当你有过重复的关系时，你就不会以同样的激烈方式开战。”

深入的关系

Zendesk 收购案说明了领先的私募股权公司之间的关系有多深。

这笔收购的起源要追溯到 2016 年，当时珀米拉邀请 H&F 对呼叫中心技术公司 Genesys 进行少数股权投资，Genesys 是珀米拉在 4 年前从阿尔卡特-朗讯(Alcatel-Lucent)手中收购的。H&F 向 Genesys 投资了 9 亿美元，估值为 38 亿美元，是珀米拉最初投资的两倍多。

据直接参与交易的消息人士透露，H&F 和珀米拉最初曾研究将 Genesys 与 Zendesk 合并。当这个想法没有取得进展时，他们求助于黑石，后者帮助安排了逾 40 亿美元的债务融资，这是目前有记录以来规模最大的私人融资。

对黑石来说，这意味着支持由其两个最重要客户主导的交易。黑石信贷(Blackstone Credit)是这家收购公司的 2300 亿美元资产贷款部门，也是两家公司的可靠贷款人。在 2021 年 10 月 H&F 收购 NPD

Group 的 12 亿美元融资中, 该公司提供了大部分资金; 在两个月后, 该公司还为珀米拉私有化网络安全集团 Mimecast 提供了 22 亿美元债务。

H&F 与黑石共同牵头了 2021 年规模最大的杠杆收购, 以 340 亿美元收购了医疗供应商 Medline Industries。一年前, 两家公司达成了一项同样雄心勃勃的交易, 将对人力资源 IT 公司 Ultimate Software 和云软件专业公司 Kronos 的投资合并, 金额为 220 亿美元。

据三名参与交易的人士透露, 为了收购 Zendesk, H&F 和珀米拉通过举债筹集了数十亿美元, 而去年该公司的利润仅为 8000 万美元, 远远超过受监管银行所能提供的水平。

黑石认为 H&F 是一家经验丰富的收购合作伙伴, 并参与了此次融资, 阿波罗也参与了此次收购, 后者为此次收购提供了逾 7.5 亿美元的融资。黑石向 25 家私募股权公司提供了逾 400 亿美元的贷款。阿波罗以对债券持有人采取无情策略而闻名, 如今它渴望成为竞争对手组织的交易的首选融资机构。

“老派交易撮合者的零和游戏心态——他们总是认为, 要想赢, 就必须有人输——确实是一种过时的观点,” 该行业最大的全球公司之一的一名高管表示。“机会太多了。今天你们在竞争, 明天你们将把他

们作为合作伙伴带进来。这就是新的现实。”

咄咄逼人的外来者

现代私募股权收购可以追溯到迈克尔·米尔肯(Michael Milken)的德崇证券(Drexel Burnham Lambert)，这家投资银行让“垃圾债券”流行起来。德崇为小型交易撮合团队提供融资，目标是迪士尼(Disney)、德士古(Texaco)以及纳贝斯克等企业巨头，后者是活跃的上世纪 80 年代标志性的杠杆收购。

米尔肯和德崇的许多客户都被认为是积极进取的局外人，不惧闯入华尔街。

“米尔肯支持的德崇公司的人，都是些相当不讲究的类型，”一位在那个时代工作的收购主管说。“这就像淘金热。在城市里混不下去的人就去找黄金。”

到 2008 年金融危机时，私募股权已成为金融主流的一部分，因为它完成了一系列规模越来越大的收购。这些所谓的“俱乐部交易”暗示了一些公司出于自身利益而合作的意愿。

收购公司当时是私人所有的合伙企业，几乎只专注于企业收购，它们

不能总是独自承担收购一些他们认为有吸引力的目标的公司, 如酒店经营者希尔顿、公用事业公司 TXU、零售商玩具反斗城和连锁医院 HCA。然而, 通过将竞争对手组成财团, 每个人贡献一部分股权, 几乎任何交易都成为可能。

这些俱乐部交易导致了一些法律纠纷。2007 年, 底特律一家养老基金在马萨诸塞州提起民事诉讼, 指控 16 家私募股权公司组成财团, 在出售过程中操纵竞标。

此案的核心是贝恩资本(Bain Capital)、KKR 和美林(Merrill Lynch)对 HCA 的 330 亿美元杠杆收购。在没有其他竞购方的情况下, 贝恩资本(Bain Capital)、KKR 和美林(Merrill Lynch)赢得了这笔交易。律师们发现的电子邮件显示, 竞争者们避免了相互竞标。

凯雷(Carlyle)创始人之一戴维·鲁宾斯坦(David Rubenstein)在诉讼过程中曝光的一封电子邮件中表示: “我不想在我们合作进行其他交易的同时与 KKR 发生争执。”

这些交易并不都是成功的。例如, 玩具反斗城(Toys “R” Us)就陷入了重组。此外, 为了解决马萨诸塞州的诉讼, 高盛(Goldman Sachs)和贝恩资本支付了 1.21 亿美元, 而 KKR、黑石和 TPG 则同意支付 3.25 亿美元, 所有这些公司都没有承认或否认有罪。

到金融危机爆发时，俱乐部交易已基本消失，因为投资者发现自己在多个基金中面临同样失败的投资，并呼吁结束这种做法。

但这场危机也为收购公司打开了一个窗口，让它们转型为更广泛的业务，将金融的力量平衡转向私人市场。

2010年多德·弗兰克法案(Dodd Frank Act)等新法规限制了投资银行持有低评级债务等风险资产，这限制了它们为许多交易融资的能力。因此，企业和私募股权买家不得不寻求新的发债方式。黑石、阿波罗、KKR 和凯雷填补了这一空白。

它们从美国和欧洲的银行购买了数十亿美元的不良贷款，押注于这些银行的投资组合将企稳。随着市场复苏，它们转向发放新贷款，承销银行不会资助的中型私募股权收购。

它推动了私募股权进军贷款、保险相关投资、房地产和基础设施等新业务，这些领域远不是它们最初擅长的收购业务。

黑石在 2008 年收购了债务管理公司 GSO，将业务扩展到信贷和保险投资领域。目前，这两个领域占该集团 9400 亿美元资产的 28%。

阿波罗在现任首席执行官罗文的领导下建立了一家名为雅典娜 (Athene) 的保险公司, 旨在将固定利率的年金保费投资于高级贷款等复杂债务。这些信贷投资现在是阿波罗最大、增长最快的业务。

在民间借贷市场, 增长最快的是 Zendesk 等软件收购融资业务, 但由于涉及的杠杆水平, 银行无法处理这些业务。今年的其他几笔大型软件交易, 如 Thoma Bravo 对 Anaplan 的 104 亿美元的收购, 都是由私人贷款人提供资金, 因为债务的杠杆率超出了银行可以处理的范围。

在这些交易中, 贷款人将通过组建一个由竞争者组成的财团来“组团”, 类似于危机前时代的财团。

随着利率上升, 这些私人融资活动仍在继续——就像许多投资银行一直拒绝做出新的贷款承诺, 直到今年早些时候达成的交易的贷款出售出去。其结果是银行融资收购市场陷入停滞, 私人贷款机构赢得了市场份额。

“我们将与 KKR 和黑石合作, 为我们提供债务的想法, 曾经似乎是一个疯狂的想法。如今, 人们甚至不去想它, ” 一家私募股权公司的负责人表示。 “没有明确的界限。每个人都是竞争者、合作者和合作伙伴。”

这种关系网已经改变了这个行业的特征。芝加哥大学(University of Chicago)的私募股权专家史蒂文·卡普兰(Steven Kaplan)表示：“现在做一个混蛋的代价比以往任何时候都要高。如果他们在一笔交易中表现糟糕，他们将在下一次交易中受到不同对待。”

这种联系远远超出了借贷的范围。收购公司部署其近 20 亿美元的“干粉”（即他们已经筹集但尚未投资的资金）的最快方式，是直接从其其他私募股权公司购买公司。根据 Refinitiv 的数据，去年达成了 442 笔此类交易，价值 620 亿美元。

银行家们表示，这些交易可以在不到 3 个月内完成，而收购一家上市公司需要长达 9 个月的时间。它们也可能是权宜之计：一位私募股权公司高管指出，卖家有时希望在筹集下一只基金时迅速锁定收益，并显示出强劲的回报。



这位高管表示：“很多时候，支持者拥有一些不错的公司，但它们需要出售自己的公司，以显示筹集到的资金。”

所谓的“普通合伙人主导的二级交易”也出现了激增，即一家私募股权公司以更高的估值将现有投资的大量股权出售给另一家公司。

该行业最早的重大交易之一是 2014 年 H&F 以 7.5 亿美元的价格将云时间表服务卖家 Kronos 的少数股权出售给了以黑石为首的一批买家，这些买家愿意接受较低的治理权，让 H&F 继续控制这笔交易。

5 年后，H&F 牵头达成了以 110 亿美元收购 Ultimate Software 的交易，引入了黑石和新加坡政府投资公司(GIC)，它们也是 Kronos

股权出售的合作伙伴。黑石的债务部门牵头为该交易 34 亿美元总债务方案中风险最高的部分提供了 9 亿美元融资，帮助该交易顺利完成。

一年后，这两家私募股权公司将 Ultimate Software 与 Kronos 合并，产生了数十亿美元的收益，突显出密切的关系可以促成交易。

它能持久吗？

私募股权行业新的合作结构面临的第一个考验是新冠疫情。全球经济的大片区域关闭，这可能会导致为一系列收购提供资金的私人贷款机构出现违约潮。

相反，随着私募股权借款人及其贷款机构修改贷款条款，给企业喘息的空间，出现了大规模的宽限。为了使新的更宽松的流动性措施更加顺利，并表现出诚意，一些借款人在交易中增加了额外的股权。

“整个概念是，我们不会取消抵押品赎回权，”一位参与多次谈判的借款人表示。“理想情况下，他们会与你投资的公司进行多笔交易。他们知道，如果他们表现不好，我的工作就是不让他们看到未来的生意。”

其中一个例子是一家名为欧洲蜡中心(European Wax Centre)的公

司,该公司是脱毛沙龙的运营商,于2018年被私募股权公司 General Atlantic 收购,该公司从私人贷款机构 Blue Owl 获得了 1.8 亿美元贷款。当大流行导致该公司的沙龙关闭时, Blue Owl 自愿修改了贷款,以防止现金短缺,作为让步, General Atlantic, 提供了 1000 多万美元的现金注入。

在经济重新开放后,欧洲蜡中心恢复了元气,并以票面价值为其债务进行了再融资。去年,该公司上市,对 General Atlantic 股份的估值为 6.39 亿美元,是其最初投资的数倍。

芝加哥大学的博士生 Young Soo Jang 通过研究在新冠肺炎期间陷入困境的 200 多笔交易,研究了私人贷款机构的行为。

他发现,私人贷款机构要求借款人同意向交易注入新资本的可能性是广泛的银团贷款市场的两倍,从而阻止了重组。研究显示,5%的陷入困境的私人交易导致破产,这一比例是银行融资交易的一半。

“许多直接放贷机构提供了大量资金.....他们非常紧张,”一名参与这些交易的高管补充道。“所有人都受益于经济急剧反弹的事实。”

由于采取了前所未有的政策应对措施,全球经济在大流行期间避免了一场正在酝酿中的金融危机。

但随着乌克兰战争和央行收紧政策，金融市场进入另一个动荡时刻，企业之间的关系将再次受到考验。

哈佛大学教授勒纳表示：“这种合作和舒适感的增强，实际上是一种牛市现象。”他预计，随着交易变质，市场下跌将引发新的冲突，使各方相互对抗。

然而，参与 Zendesk 融资的公司坚称，这些新关系不会破裂。

“既要做可信的直接贷款人，又要做有敌意的投资者，这是非常困难的，”参与该交易的一家公司的负责人表示。另一位补充说：“我们只是想把钱拿回来，获得回报。”