

Estudio de las operaciones LBO



ICADE BUSINESS SCHOOL

ESTUDIO DE LAS OPERACIONES LBO

Autor: Andrea Viñas Piris

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid
Junio 2016

Índice

RESUMEN.....	4
1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA	5
1.1. OBJETIVOS	5
1.2. METODOLOGÍA	5
2. INTRODUCCIÓN Y ORIGEN	7
2.1. INTRODUCCIÓN	7
2.2. ORIGEN.....	8
3. INTERVINIENTES	10
4. FINANCIACIÓN DE LBO.....	13
5. CONCEPTO DE APALANCAMIENTO	16
6. ESTRUCTURA DE CAPITAL	18
7. CONSECUENCIAS Y EFECTOS.....	20
8. INTERESES.....	23
9. CASO PRÁCTICO	25
9.1. RJR NABISCO COMO CANDIDATO.....	25
9.2. HIPÓTESIS PLANTEADAS POR KKR.....	29
9.3. RELACIÓN ENDEUDAMIENTO Y PRECIO.....	36
9.4. EVOLUCIÓN TRAS LA ADQUISICIÓN	38
10. CONCLUSIONES	41
11. BIBLIOGRAFÍA.....	43
12. ANEXOS.....	45

Índice de tablas

Figura 1: POSTORES RJR NABISCO	26
Figura 2: ESTRUCTURA DEUDA	33
Figura 3: ESTRUCTURA RECURSOS PROPIOS	33
Figura 4: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL CRECIMIENTO	34

RESUMEN

El trabajo analiza el concepto de leverage buy out (LBO) o compra apalancada en las empresas como método de financiación de diferentes empresas. Abordamos diferentes aspectos de esta operación para comprender cuáles son sus efectos en la estructura de capital, cómo consiguen las compañías obtener el capital necesario para la adquisición, o cuales son los intereses que les mueven a llevarla a cabo, así como sus intervinientes.

Todo ello será posteriormente analizado desde un caso práctico, que permitirá una mayor comprensión de la técnica. El caso seleccionado es la compra de la compañía RJR Nabisco. Llama la atención porque fue un caso con un gran número de postores, y cuyo precio final llegó a situar el valor de la acción a prácticamente el doble de lo que se encontraba antes de sus inicios. Cuando finalizó dicha operación, sus niveles de endeudamiento estaban por encima de los recomendados y tenía unas expectativas de futuro altamente optimistas. Los rendimientos fueron extraordinariamente bajos, muy por debajo de los que se suelen obtener de media con esta operativa, por lo que trataremos de analizar cuáles fueron las causas que llevaron a la empresa adquirente, KKR, a obtener una rentabilidad tan baja.

ABSTRACT

The project analyses the concept of leverage buy out LBO as a method of funding from different companies. Introduces several aspects of the operations to understand which are its effects on capital structure, how companies obtain the financing necessary to make the acquisitions or which are the main the interest that motivate them to carry it out and their participants.

All this will be analysed in a practice case, in order to understand the technique. The case selected is the purchase of RJR Nabisco. This case is taken into account because it was a case with a larger quantity of bidders, and whose final price took its shares doubled if it is compared with the beginning of the transaction. When that operation finished, there were higher levels of debt than the recommended and they estimated a very optimistic expectations of future. The yields that the company obtained were very low, so we will try to analyse which were the causes that led to the acquiring company, KKR, to obtain such a low profitability.

1. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA

1.1. OBJETIVOS

El presente trabajo aborda en profundidad este tipo de operaciones con un enfoque práctico a través del caso RJR Nabisco. Los principales objetivos y propósitos son los siguientes:

- Identificar los principales elementos y características de las compras apalancadas: intervinientes, tipos, etapas, estructura de capital, de la deuda...
- Determinar cuáles son las características idóneas para que esta operación genere los mayores rendimientos posibles.
- Conocer quiénes son los principales aportadores de capital.
- Determinar los riesgos asumidos por las empresas al realizar esta operativa.
- Mediante el caso práctico que se va a estudiar, determinar si la empresa RJR Nabisco era el candidato idóneo para realizar una operación LBO, es decir, si satisface las características que identificaremos previamente.
- Estudiar otras causas, como el excesivo endeudamiento, que pudieron llevar al fracaso a la empresa compradora, KKR.

1.2. METODOLOGÍA

Para comprender el funcionamiento de estas operaciones, en primer lugar, se hará referencia a los aspectos más relevantes de las compras apalancadas: las características óptimas, los intervinientes o los intereses. Una vez concluido, estudiaremos cuáles son los efectos que se producen en la estructura de capital. Las herramientas que utilizaremos para este estudio son libros, revistas, manuales y publicaciones especializadas en este tipo de operaciones y de Private Equity.

En la segunda parte del trabajo se realizará un estudio en profundidad de un caso concreto: LBO RJR Nabisco. Para ello, mediante diversos informes y análisis científicos y de profesionales, pondremos en contexto cuál era la situación previa a la hostil adquisición de la compañía.

Estudio de las operaciones LBO

Posteriormente, para determinar las causas de la baja rentabilidad obtenida por la empresa compradora se elaborarán los puntos que se explicarán a continuación. Recurriremos a datos históricos que nos puedan aportar datos necesarios de las características del mercado durante la realización de la operación y sus años previos, como los tipos de interés, los costes de la deuda... Obtendremos:

- Valoración propia de la empresa, lo cual permitirá hacer un análisis comparativo con el existente en el momento de la operación.
- Obtención de los crecimientos esperados por la compañía compradora.
- Análisis de las cuentas anuales de la empresa objetivo en los años previos a la operación LBO.

Finalmente, se expondrán las conclusiones obtenidas y además emplearemos teorías generales de autores que previamente han hecho estudios de este caso, para determinar si existe congruencia entre las obtenidas por ellos y las de este trabajo.

2. INTRODUCCIÓN Y ORIGEN

2.1. INTRODUCCIÓN

Las operaciones leveraged buy out (LBO), también conocidas como compras apalancadas, son definidas como una modalidad de financiación, mediante la cual se adquiere el capital social (total o parcial) de una compañía a través de un alto porcentaje de deuda. Están caracterizadas por constituir compras que suponen un alto porcentaje del capital social de las empresas objetivo, y dicha compra está habitualmente financiada por un tercero, que obtiene garantías de los activos de la empresa objetivo o a través de los futuros cash flows que se estiman de la misma, la deuda contraída por la empresa adquirente debe ser satisfecha con recursos de la sociedad adquirida.

La principal ventaja de este tipo de financiación es que permite hacer una mínima inversión inicial en comparación con el precio total de la compra.

A lo largo del tiempo las operaciones LBO han tomado diferentes vertientes, dependiendo de quienes son los adquirentes:

- Management buy out (MBO): los adquirentes son un equipo de directivos de la empresa.
- Management buy in (MBI): adquisición realizada por un conjunto de directivos ajenos a la empresa.
- Buy-in Management Buy-out (BIMBO): este tipo de operación combina las dos anteriores, ejecutivos adquirentes tanto pertenecientes a la empresa, como ajenos a ella.
- Leveraged Employee Buyout (LEBO): los adquirentes son empleados de la empresa objetivo.
- Institutional Buyout (IBO): Es el caso más frecuente, por lo que en muchas ocasiones se denominan LBO. En esta operación, el grupo adquirente está compuesto por uno o varios inversores, entre los que suele aparecer un fondo de capital riesgo.

2.2. ORIGEN

Su origen se remonta a la década de los años 60, cuando nacieron en Estados Unidos los private equity, revolucionando la forma de inversión hasta entonces conocida, y centrándose en la inversión de diferentes activos que son previamente tratados mediante acuerdos privados, y que no están sometidos a la regulación de las instituciones públicas.

Ello generó, según Polak¹, que en EEUU se diese el primer caso de LBO, adquiriéndose la compañía Stern Metals, a manos de Jerome Kholberg, un banquero, como cabecilla de un grupo de inversores, que posteriormente fue vendida por un precio casi seis veces mayor al de su compra.

Durante sus primeros años, las operaciones LBO tuvieron su auge, además de en Estados Unidos, en Canadá y Reino Unido, que formaban el 89% de las transacciones.

En 1976 Kholberg junto con George Roberts y Henry Kravis fundaron KKR, una private equity cuya sede se encontraba en NY, centrandose sus operaciones en la compra de diversas compañías mediante LBO. Supone un punto de inflexión la adquisición de RJR Nabisco, de 25.000 millones de dólares, situándose como la adquisición más grande y dramática de la época.

Tras este momento, coincidiendo con las caídas del mercado ocasionadas por los bonos basura, las LBO perdieron relevancia y pasaron a ser más frecuentes entre empresas no cotizadas y en nuevos sectores, como el de las telecomunicaciones o el sanitario.

Desde la segunda mitad de la década de los 90, y durante aproximadamente 10 años, las compras apalancadas mantienen cierto crecimiento debido a las ventas y divisiones de grandes compañías. Además, durante esta época de desarrollo, aparecen las primeras operaciones LBO en el resto de Europa, algo más tardías que en el Reino Unido. A finales de 2004, nuestro continente albergaba el 48,9% del total de operaciones realizadas.

A partir de entonces y hasta 2007, volvieron a adquirir gran protagonismo las adquisiciones de grandes empresas que cotizaban, así como los secondary buyouts, en

¹ POLAK, F. (Mayo 2004): "El leveraged buy-out y el derecho internacional privado argentino" Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (D.S.C.E.)XVI; 509

los cuales intervenían dos capital riesgo, y uno de ellos compraba a otro su participación en una empresa. Es por ello que podemos afirmar que las inversiones de los fondos de capital riesgo ha sido un componente esencial para el desarrollo de este tipo de operaciones, ya que en algunas de ellas podía llegar a suponer su aportación superior al 50% del total. Además de la cantidad aportada por capital riesgo, las compañías obtenían financiación mediante otras inversiones, que dependían de la fase en la que se encontrase la operación: capital semilla, para las primeras fases (seed); puesta en marcha (start-up); capital de sustitución (replacement) y capital extensión.

En la actualidad, según la Asociación española de entidades de capital riesgo, la inversión del capital riesgo ha disminuido su aportación, con variaciones del 33% interanuales (datos de 2013)

3. INTERVINIENTES

En este apartado vamos a considerar a considerar cuatro agentes:

- Compañía compradora; de ahora en adelante “shell company”
- Compañía objetivo; de ahora en adelante “target company”
- Los inversores
- Los agentes financieros

1. La Shell company es la compañía que realiza el aporte mínimo de capital para la futura compra y es la promotora de esta operación. Su financiación se basa en las aportaciones de terceros, agentes externos. Los componentes de la Shell company pueden ser muy variados, como se explicó en la introducción, dependiendo de quienes estén al frente de la compra apalancada: propietarios de la empresa, trabajadores, terceros interesados en la target company...

2. La target company es la compañía cuyas acciones se desean adquirir mediante la operatoria de la compra apalancada. Es la que asume los costes producidos por la compra. La transacción es la siguiente: los accionistas de la compañía adquieren dinero a cambio de sus acciones. La prima es bastante alta debido a que son empresas con un elevado valor en el mercado.

Cabe destacar, que para poder ser objeto de esta operación de apalancamiento, la target company debe cumplir ciertos requisitos, entre los que podríamos señalar:

- a) Flujos de caja estables, que aseguren que se podrá pagar la deuda contraída cuando es adquirida.
- b) El crecimiento de la compañía es sostenible en el tiempo.
- c) Niveles de deuda bajos en comparación con los activos, así como reducidos derechos de cobro, que favorecerá incrementar los ratios de endeudamientos así como obtener fondos fácilmente.
- d) Costes variables flexibles, que puedan ser recortados sin tentar en contra de la actividad de la compañía.
- e) Empresa bien posicionada en el mercado, que cuente con un inventario de gran rotación.

En ciertas ocasiones puede ocurrir que no todas las compañías cuenten con estas características, como beneficios o cuotas de mercado no estabilizadas. Sin embargo, cabe destacar, que todas ellas tienen grandes oportunidades de crecimiento, de forma que puedan resultar interesantes para el grupo de compradores. Habitualmente se trata de empresas no cotizadas, incluso familiares, con frentes abiertos en cuanto a expansión y crecimiento. Sin embargo, también es habitual encontrarnos con multinacionales que, por razones estratégicas, deben desinvertir.

Como explica Patricia Ferrer², este punto debe ser altamente estudiado por la Shell company, ya que, en caso contrario, se pueden dar situaciones en las que, asumir un elevado endeudamiento de la sociedad venga acompañado de una cesación de los pagos, mostrando una inadecuada estrategia o reflejando que se dieron determinadas circunstancias que provocaron la interrupción de crecimiento que había determinado la compañía en el momento en el que fue adquirida.

3. El fondo está basado en capital aportado por diferentes inversores, tanto financieros como no financieros, así como por recursos que no son propios, aumentando los niveles de deuda. Los principales inversores son: entidades financieras, inversores privados, gestores del fondo, organizadores de la operación o ejecutivos de la propia empresa. Este capital representa aproximadamente el 30% del capital total de las compras apalancadas

Dentro de este capital aportado, en torno al 95% es aportado por los denominados “limited partners”, cuya pérdida se limita al capital aportado. Suelen ser inversores institucionales, inversores privados o bancos.

Adicionalmente, en algunas ocasiones, dentro del grupo de los inversores se puede añadir otro integrante, una nueva sociedad “NewCo”, que está formada por individuos que constituyen la adquisición de la target company. En caso de que se de esta situación, la situación patrimonial puede ser algo confusa, y ha desembocado en tres vertientes diferentes: si el patrimonio de la “NewCo” es trasladado al patrimonio de la “target company”, se denominará “merger leveraged buyout”, cuando la “NewCo” se

² **FERRER, P.** “La compra apalancada del paquete accionario (leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad. RDCO 2003-605. Lexis Nº 0021/000307

incorpora a la actividad de la “target company” se conocerá como “reverse leveraged buyout”, mientras que, si es el caso contrario, y es la “target company” la que se incorpora a la “NewCo”, se llamará “forward leveraged buyout”.

Las operaciones LBO presentan un elevado grado de liquidez, en parte ocasionado por el gran riesgo asumido. Tal es este grado de liquidez, que en años anteriores a la crisis global experimentada, el volumen de operaciones ha sido insuficiente para satisfacer a todos los inversores.

4. Finalmente, los agentes financieros, “merchant Banks” son lo que corren a cargo de la financiación de la operación. Los gestores de fondos de private equity suelen estar al cargo de la planificación de las compras apalancadas. Se caracterizan por tener responsabilidad limitada y tener participación en el capital.

En las primeras fases de la operación, los bancos suelen estar al frente de la financiación otorgando préstamos o mediante el traspaso de deuda a mercados secundarios. Además suelen tomar el control de la “target company” permitiendo así una mejor gestión. Una vez realizados todos los trámites, los bancos de inversión suelen analizar los resultados obtenidos por la compañía adquirida, para comprobar que las proyecciones que se habían establecido por los inversores se estimaron correctamente.

4. FINANCIACIÓN DE LBO

Para determinar cómo es la financiación de las operaciones LBO es esencial distinguir entre los accionistas, que poseen partes alícuotas de las empresas, de los obligacionistas, propietarios de títulos de deuda corporativa. Estos últimos tienen derecho preferente en el cobro sobre los accionistas, que únicamente recibirán dividendos cuando los obligacionistas hayan recibido los intereses pactados. Es por ello que, los accionistas, ante esta situación preferente de los obligacionistas, exigirán mayores tasas de rentabilidad, debido a que su pago está condicionado a la solvencia de la compañía y, por tanto, están adquiriendo mayor riesgo.

Los tipos de deuda emitidos por una empresa son muy variados, en función de cómo la clasifiquemos. En lo referido al periodo, puede ser a corto o largo plazo, así como bonos emitidos nacional o internacionalmente. En cuanto a la propiedad, los bonos pueden ser emitidos mediante los mercados, de forma que se trata de bonos públicos, o mediante la vía privada. Así mismo los podemos clasificar por su tipo, dependiendo si son fijos o variables, o como directos o convertibles. Para este tipo de operaciones, la clasificación se va a basar en la prioridad de cobro, distinguiendo entre:

- Deuda principal.
- Deuda de entresuelo o subordinada.
- Capital propio

1. La deuda principal se caracteriza porque, ante situaciones de liquidación de la empresa, es prioritario en el cobro.

Este tipo de financiación suele correr a cargo de bancos, compañías de seguros e inversores institucionales, y su aportación suele suponer la mitad de la financiación. El tipo de interés establecido se sitúa entre 1 y 3 puntos por encima del Libor o del Euribor. Las expectativas de retorno de los individuos que invierten en este tipo de deuda garantizada se encuentran entre el 5 y el 8%. En caso de que la empresa cese sus pagos de las deudas garantizadas, los prestamistas adquirirán el control de esos activos; como ocurre con los préstamos hipotecarios, en los cuales el préstamo queda garantizado por el valor del inmueble, de forma que el prestamista reduce su riesgo y por tanto, el coste de financiación disminuirá. Este tipo de préstamos suele suponer el 80% del valor.

En las operaciones LBO, los prestamistas conocen que las posibilidades de riesgo de incumplimiento de pago son elevadas, por lo que deciden garantizar la deuda con los propios activos de la empresa. Estas garantías suelen incluirse en cláusulas de protección. Estas cláusulas son de protección negativa, y limitan la posibilidad de realizar arrendamientos, así como vender activos e incluso repartir dividendos. Aparte, existen otro tipo de cláusulas de protección positivas, que indican determinadas acciones que la empresa deberá tomar, como mantener determinados niveles en los ratios, el fondo de maniobra, etc...

2. La deuda subordinada, también conocida por el término mezzanine o financiación entresuelo, es un concepto situado entre la deuda principal y los recursos propios, que implica que los propietarios se encuentran subordinados a los poseedores de deuda principal, tanto para cobrar intereses como en situación de liquidación. En esta ocasión el riesgo es mayor, por lo que las exigencias de rentabilidad también será mayor. Sin embargo, a pesar de ello, los niveles de rentabilidad no serán más elevadas que la de los accionistas ya que, el cobro de dividendos por parte de estos últimos se ve condicionado al cumplimiento de ambos tipos de deuda. El principal acreedor de este tipo de deuda serán los grupos de capital riesgo, cuya función será aportar la cantidad que no ha sido suministrada mediante la suma de los recursos propios y los aportados por los bancos, lo cual supone aproximadamente un 15-25% del total de la compra.

Este tipo de financiación normalmente se ve satisfecha mediante acciones preferentes o por bonos de alto rendimiento, también conocidos como bonos basura, clasificados por debajo de lo que las empresas de rating denominan “grado de inversión”. En determinadas ocasiones estos bonos podrán ser convertibles.

La característica de estos préstamos es que son a largo plazo, normalmente tienen una duración de entre 7 y 10 años, y se amortizan en su totalidad llegado el momento del vencimiento. El tipo de interés se sitúa alrededor de 3-4%.

Este tipo de financiación es más flexible, porque proporciona mayor rentabilidad y permite diversificar el riesgo, ya que la inversión de la operación LBO está distribuida en diversas fuentes.

Existe también la “second lien debt”, que consiste en una combinación de deuda principal y deuda subordinada, y en caso de liquidación se encuentra por debajo de la deuda principal.

3. Finalmente encontramos aportaciones de capital a través de los inversores. Son los que adquieren mayor nivel de riesgo, lo cual se verá reflejado en una prima sobre su rendimiento, por lo que su rentabilidad esperada se encontrará por encima de los propietarios de obligaciones. Esta suele situarse entre el 30 y el 50% y son inversiones a largo plazo, ya que la intención es generar plusvalías a lo largo del tiempo, suponiendo que su inversión llegará a apreciarse.

Previamente a realizar la operación, los inversores exigen establecer ciertos mecanismos para generar dichas plusvalías. Si las empresas son suficientemente grandes realizan OPV para comenzar a cotizar en los mercados de valores, y, en caso de no tener el suficiente tamaño, sus inversores acordarán la posibilidad de reventa de sus acciones a la propia compañía o a otros inversores privados con un precio y tiempo fijados previamente.

Podemos concluir que los riesgos van a depender de las garantías así como de la trayectoria y crecimiento que tenga la empresa target y de la generación de valor.

5. CONCEPTO DE APALANCAMIENTO

El término compra apalancada, “leverage buy out” surgió en Reino Unido y en Estado Unidos como hemos mencionado anteriormente, durante la segunda mitad del siglo XX, a través de un fenómeno mediante el cual las acciones de una compañía pública eran adquiridas por un reducido número de inversores privados. Rápidamente esta técnica desembocó en una alternativa financiera altamente conocida y de gran relevancia hasta mediados de la década de los 90, que, debido a diversos factores, como elevados tipos de interés o la crisis económica, llevaron a la quiebra muchas de las operaciones de compra apalancada, lo cual ha generado una suerte de “demonización de dicha técnica de adquisición financiera, frecuentemente poco motivada y justificada”.³

Para comprender el término de “leverage buy out” abordaremos el tema desde diferentes ángulos:

En un principio, determinaremos el concepto de “estructura de capital”. Para ello, debemos tener en cuenta que, una empresa puede financiarse mediante dos vías: deuda y capital propio. Consideraremos la estructura de capital como una decisión acerca del tipo de derechos emitidos en los activos de la empresa, derechos sobre los flujos de fondo así como sobre los recursos de la empresa, por lo que, la estructura de capital se formará dependiendo de qué manera y en qué porcentaje decide la empresa financiarse.

El capital está compuesto por las aportaciones realizadas por los accionistas ordinarios de la sociedad y la deuda está compuesta por las aportaciones de terceros, mediante diversos pasivos, como emisiones de deudas. El objetivo de la empresa será obtener unos costes de capital mínimos a la vez que trata de maximizar su valor.

La estructura de capital estará formada por las diferentes vías de financiación a largo plazo decididas por la empresa: deudas a corto plazo que se renuevan, acciones preferidas y acciones ordinarias.

³ BRUNO, N. (Febrero de 2002) “Ill leverage buy out nella casistica giurisprudenziale” Centro di ricerca per ill diritto d’impresa.

Además, las compañías deben tener en cuenta el volumen de derechos que van a ser emitidos, ya que esto tiene un impacto directo sobre los flujos de la empresa y el control de las decisiones que afectarán en un futuro sobre ellos.

A su vez, el capital propio se compone de:

- Acciones comunes: su grado de preferencia de cobro en caso de liquidación está por debajo de los acreedores y de los accionistas preferentes. Los poseedores de acciones comunes son dueños residuales de la compañía.
- Acciones preferidas: resultante de una combinación de acción común, ya que cuentan con un dividendo fijo y a su vez, inicialmente, no tienen derecho a voto. Con respecto al grado de preferencia en caso de liquidación o dificultad financiera, este tipo de acciones otorga a sus poseedores una situación muy particular en el ente, ya que cuentan con ciertas preferencias patrimoniales que les sitúan, en cierto modo, como acreedores de la sociedad.

Deuda: la deuda, por otro lado, nace de una relación de obligación contractual, que determina los plazos y el modo de pago. Se origina debido a la necesidad de fondos de las compañías, que recurren a terceros demandando financiación, y creando de esta manera derechos “negativos” en los flujos de caja de la compañía. En este tipo de relación que se crea, la compañía debe pagar, además del montante total de la deuda, ciertos intereses.

La deuda no afecta a la propiedad del capital, y los intereses que esta genera suponen un ahorro fiscal cuando esta se incluye en la estructura de capital, ya que se trata de una carga fija que se puede deducir impositivamente.

Por otro lado, también tienen un lado negativo, y es que los agentes económicos que financian la deuda pueden reclamar los activos a la empresa, y estos tienen preferencia a ser pagados con respecto a los accionistas. Las características de la deuda vienen determinadas por diversos aspectos: la moneda en la que se pacta, los tipos de interés, el plazo, las garantías... Y todos ellos serán evaluados por el “rating de la deuda”, compañías cuya función es calificar el riesgo, en función de su posibilidad de impago.

6. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Con lo expuesto anteriormente, y tratando de dar una justificación lógica al apalancamiento, en este punto se va a desarrollar una cuestión básica en todas las compañías:

Cuál es la relación capital propio y deudas que permita maximizar el valor de la compañía.

La estructura óptima de capital es aquella que nos permite obtener el mínimo WACC. El resultado del WACC se obtiene de la suma del coste de los recursos propios por su peso en la estructura de capital y el coste de la deuda por el suyo.

El apalancamiento y la rentabilidad por acción: Es uno de los principales objetivos perseguidos por los ejecutivos, elevar al máximo la rentabilidad de los accionistas. Para conseguirlo, se utilizan diferentes herramientas que permiten definir cuál será la estructura de capital óptima para conseguirlo.

Leverage (apalancamiento): la compañía compradora se financia a través de pasivos con un coste fijo establecido, que permiten incrementar la riqueza de los accionistas. Esto surge por la comparación del montante final del capital: deudas/capital. Cuando las compañías incorporan a su estructura de capital un activo con intereses, está recurriendo al apalancamiento financiero. Si el resultado de esto es, que los resultados obtenidos por la empresa superan al costo fijo de los intereses, estamos fomentando el crecimiento de ésta.

A pesar de dicho crecimiento, algunos especialistas como Givone,⁴ indican que utilizar el apalancamiento para aumentar el rendimiento de los accionistas genera reacciones opuestas entre empresarios y proveedores de capital.

Lo óptimo consiste en encontrar cierto equilibrio entre el riesgo y el rendimiento, ya que los costos fijos producidos por los intereses pueden constituir grandes riesgos para la empresa, por lo que deben ser reducidos al máximo. Podemos concluir por tanto que mayores niveles de apalancamiento producen mayores exposiciones al riesgo, puesto que el riesgo de incumplimiento de pago de la empresa también se ve incrementado.

⁴ GIVONE, H. y ALONSO, A., op. Cit. Pág 227.

Verbigracia afirmaba que, si una compañía está financiada al 90% mediante el apalancamiento y únicamente el 10% mediante sus propios recursos, una caída en el valor de sus activos superior al 10% supondría un riesgo de impago a los proveedores.

Por otro lado, cómo todas las operaciones que implican mayor riesgo, el apalancamiento también puede llegar a producir mayores rendimientos, en situaciones en las que la compañía consigue fondos a tipos inferiores de los que puede conseguir empleando estos fondos.

La empresa se sitúa en el PEE (punto de equilibrio económico y financiero) o umbral de rentabilidad, cuando para determinado nivel de ventas su beneficio es igual a cero. Es decir, la suma de los costes, tanto fijos como variables, es igual a los beneficios obtenidos por la venta.

Para su financiación, las empresas pueden optar por emitir acciones, utilizar sus propios recursos o recurrir a la financiación de terceros. Estas tres vías implican diferentes costes, por lo que la compañía deberá estudiar cual es el volumen de financiación que debe emplear de cada una de estas fuentes que minimice el coste total y maximice la utilidad por acción (UPA).

7. CONSECUENCIAS Y EFECTOS

En los últimos años, haciendo referencia al apartado de origen, se ha producido un considerable incremento de este tipo de operaciones en los mercados desarrollados, especialmente en Estado Unidos y en Europa, y en menor grado en la zona de Latino América.

A pesar de ello, las compras apalancadas han recibido múltiples críticas y han sido muy cuestionadas: los inversores de operaciones LBO han adquirido créditos procedentes de compañías ajenas con objetivos especulativos. Además, estas compras a crédito han sido criticadas por permitir a los fondos enriquecerse tan rápidamente mediante la racionalización de la compañía, a través del recorte de puestos de trabajo y permitiendo que, con el pago de dividendos, se reintegre casi al 100% el coste de la adquisición.

Otro factor muy analizado es que, se considera que las LBO han provocado la excesiva inflación de los créditos otorgados por bancos, que ha desencadenado la actual inestabilidad del sistema bancario.

En los años posteriores a la crisis financiera, se ha producido una contracción del crédito, paralelo a unos tipos de interés considerablemente elevados, como decisión de los bancos centrales. Todos estos factores han dificultado que se llevasen a cabo más operaciones LBO, y se han cerrado empresas que estaban a cargo de ese tipo de inversores, y como consecuencia se han eliminado numerosos puestos.

Por otro lado, desde un punto de vista más integral, algunos autores como López Iturriaga, Rodríguez Escudero y Tascón Fernández⁵ argumentan “las adquisiciones de empresas avaladas por sus propios activos, y las asociaciones que nacen entre este tipo de organizaciones, parecen haber solventado el problema de los costes de agencia, principal causa de pérdida de eficacia en las sociedades anónimas, a la vez que han modificado notablemente la importancia de los recursos ajenos en la financiación de la empresa. En resumen, tras un buy out, hay un incremento en el valor de la empresa motivado por el ahorro fiscal, mejoras operativas y aumento del valor de cotización de las acciones. Los principales beneficiarios de estas transformaciones serán los accionistas, los directivos y los obligacionistas que gocen de acuerdos de protección.”

⁵ LOPEZ ITURRIAGA, F. , RODRÍGUEZ ESCUDERO A. y TASCÓN FERNÁNDEZ, J. “Aproximación a los efectos financieros del Leverage Buy Out”

Además, los MBO, como hemos explicado en el segundo apartado, son de gran utilidad como resistencia ante adquisiciones hostiles. Los nuevos propietarios de la compañía presentan alto grado de motivación ante la oportunidad de crear una nueva estructura que resulte más eficiente.

Cabe destacar que en las compras apalancadas, los cambios producidos en la organización y los elevados ratios de endeudamiento generan enormes intensivos en los directivos. Estos ven limitada su discrecionalidad por el reembolso de la deuda, en la que se utilizan una gran parte de los fondos. Así mismo, se produce un notable incremento en el valor de los títulos de los antiguos accionistas.

Aprobada la suposición de que el origen de la riqueza se encuentra en la creación de valor, se pueden hallar diversas causas para justificar este incremento de los recursos producidos por la empresa. Existen números cambios operativos que permiten ser más eficientes, y esto a su vez permitirá mejorar el elevado ratio de endeudamiento.

Como consecuencia de la elevada cuantía de deuda y de los intereses que esta genera, los directivos deben centrar su actividad en el reembolso de esta, puesto que, en caso de incumplimiento de los compromisos financieros y el intento de la banca de renegociar las condiciones de la deuda puede provocar el fin de la independencia e incluso de la actividad.

Algunos autores también señalan dentro de este tipo de operaciones que los beneficios fiscales representan una gran vía para obtener riqueza, considerando que dentro del impuesto a las ganancias de las sociedades, los impuestos tienen carácter deducible. Cuando se realiza una operación de compra apalancada, no es extraño que la compañía, durante los dos primeros años, corra a cargo de bajas cargas financieras a pesar de los elevados intereses. Esto a su vez generará una reducción en la base imponible a casusa del aumento de las deducciones por amortización de los activos. Sin embargo, a partir del tercer año se produce una notable reducción en la disminución de las deducciones, provocada por el esquema de amortización progresiva de la deuda del principal.

Diversos especialistas en la materia han identificado diferentes métodos de aplicación de la técnica objeto de este trabajo:

- Portfolio Plan o plan Carrera: tiene la característica de permitir a todos los participantes obtener beneficios, incluyendo entre los beneficiarios el comprador

y los empleados. También recibe el nombre de “acumulación de apalancamiento”. En los mercados competitivos, la técnica del apalancamiento puede ser usada por una compañía para adquirir una empresa de la competencia, u otra empresa de la que pueda obtener alguna sinergia. Es una operación arriesgada, por lo que la empresa compradora debe estudiar y analizar el rendimiento que va a obtener, y asegurarse de que este va a ser superior al coste de la compra. Si esto sucede, todas las partes pueden salir beneficiadas: accionistas verán reflejado este resultado en un incremento del valor de sus acciones y la gestión de la empresa podrá ser conservada e ir transformándose en una nueva, de forma que tampoco salen perjudicados los trabajadores.

- Plan de reacondicionamiento: este tipo implica una empresa que, financiándose a través de préstamos solicitados al exterior, adquiere el 100% de otra empresa privada adquiriendo todas las acciones en circulación de esta. El principal objetivo de la empresa adquirente es volver a llevar a la compañía al mercado a través de una OPI (oferta pública inicial). Gracias a esto, la entidad dominante puede empaquetar la compañía una vez realizados determinados ajustes que le permitirán retomar su crecimiento y salir hacia adelante. Cuando este plan se realiza a gran escala, la compra puede ser múltiple, de forma que la adquirente diversifica su riesgo en diferentes sectores. Los principales beneficiarios de esta operativa son los accionistas iniciales de la compañía, ya que el precio de la oferta es superior al precio de cotización en los mercados; los empleados de la empresa, ya que de otra manera la empresa estaba abocada al fracaso, y la compañía de capital privado, que obtendrá elevados rendimientos. En caso de que los ajustes en la compañía no sean eficaces, el beneficio final total es cero, puesto que el beneficio que obtendrán los accionistas finales será el mismo que pagaron por la compra.
- Split up: la premisa de esta operativa es que la compañía en sí tiene más valor cuando esté destruida o cuando está valorada por partes. El comprador en esta operación suele seguir el mismo perfil: agresivo y proveniente de un país distinto. Una vez adquirida, venderá la compañía “por partes” al mejor postor. En este plan, los que corren un gran riesgo son los empleados, ya que en determinadas ocasiones pueden ver en peligro sus puestos de trabajo

8. INTERESES

En la realización de las compras apalancadas existen diversos intereses que deben ser tenidos en cuenta.

Encontramos por una parte a los acreedores encargados de financiar la adquisición, los accionistas, tanto mayoritarios como minoritarios de la compañía objetivo, así como sus ejecutivos o directivos.

Los acreedores corren ciertos riesgos ya que no pueden controlar la actividad que llevan a cabo los accionistas con los objetivos de la target, y los objetivos de ambos colectivos pueden ser muy diversos.

En ese caso, pueden llegarse a dar situaciones hostiles entre el colectivo promotor de la compra apalancada y las personas involucradas en la compañía pero ajenas a la adquisición, como son los acreedores. En estos casos se ha contemplado la opción de que la legislación favoreciese a los acreedores de la target company sobre los acreedores que participan en su instrumentación.

En ocasiones, los accionistas pueden percibir beneficios gracias al control que tienen sobre la gestión de la empresa. Los fondos obtenidos podrían ser desviados fuera de la compañía, y salir beneficiados con esta operativa.

En esta situación, las normas sobre prohibición de asistencia financiera tratan de regular el capital de la compañía, de forma que éste deba preservarse, y por tanto, no pueda ser utilizado para adquirir acciones de la misma.

A pesar de esto, como en otras adquisiciones, hay medidas que permiten moderar el riesgo que corren los acreedores sin que ello suponga elevados costes que presuponen las prohibiciones “ex ante” de las compras apalancadas. Estas herramientas pueden ser limitaciones en los ratios de endeudamiento, las garantías, restricciones con respecto a la cantidad de pago a los proveedores e incluso cláusulas que restrinjan la enajenación de activos por parte de los accionistas de la compañía.

Estas medidas “ex ante” han sido muy criticadas por diversos sectores; en tanto a las operaciones LBO y el correspondiente uso del endeudamiento societario, tratan de

conseguir que se cumplan objetivos de reestructuración empresarial. Vaquerizo Alonso⁶ indica que “el sobreprecio satisfecho al nuevo accionista mayoritario en el marco de la LBO no debe entenderse necesariamente como un menoscabo patrimonial o un robo a la sociedad, pues ello supondría ignorar los efectos beneficiosos planificados mediante la operación y que se ven forzosamente reflejados en el mayor valor de las acciones/participaciones en el momento de la adquisición. Tal sobreprecio puede ser reflejo de las nuevas expectativas de rendimientos futuros de la empresa surgidos a raíz de la reestructuración que normalmente trae consigo la sustitución de la mayoría de control, así por ejemplo, la reducción de costes operativos, un mejor aprovechamiento de los recursos sociales derivados de cambios en la gestión, etc.”.

Pueden darse casos de tensión entre los accionistas de la target y los encargados de la gestión de esta misma. En estas situaciones, los ejecutivos pueden llegar a manipular a los accionistas mediante la asistencia financiera, tratando de convertir sus objetivos en los suyos también, de forma que quieran realizar la operativa MBO.

Para evitar y solventar esto el gobierno corporativo, a través de ciertos valores y deberes, como los de lealtad o fiduciarios, considera las acciones de los ejecutivos dentro de un marco normativo o estándar de conducta. Además, mediante la contratación externa de auditores y otro tipo de profesionales, incluso directivos independientes, los accionistas podrán proteger sus intereses.

Con respecto a posibles enfrentamientos de intereses, entre accionistas mayoritarios y minoritarios de la empresa objetivo, en el caso de que estos últimos no cediesen a enajenar su participación, podrían recurrir a varias herramientas legislativas que

⁶ **VAQUERIZO ALONSO, A.** (2003): “Asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias” Ed : Civitas Ediciones, Madrid.

9. CASO PRÁCTICO

Para comprender mejor la operativa llevada a cabo en este tipo de adquisiciones, vamos a analizar la compra apalancada que tuvo gran notoriedad, el caso RJR Nabisco.

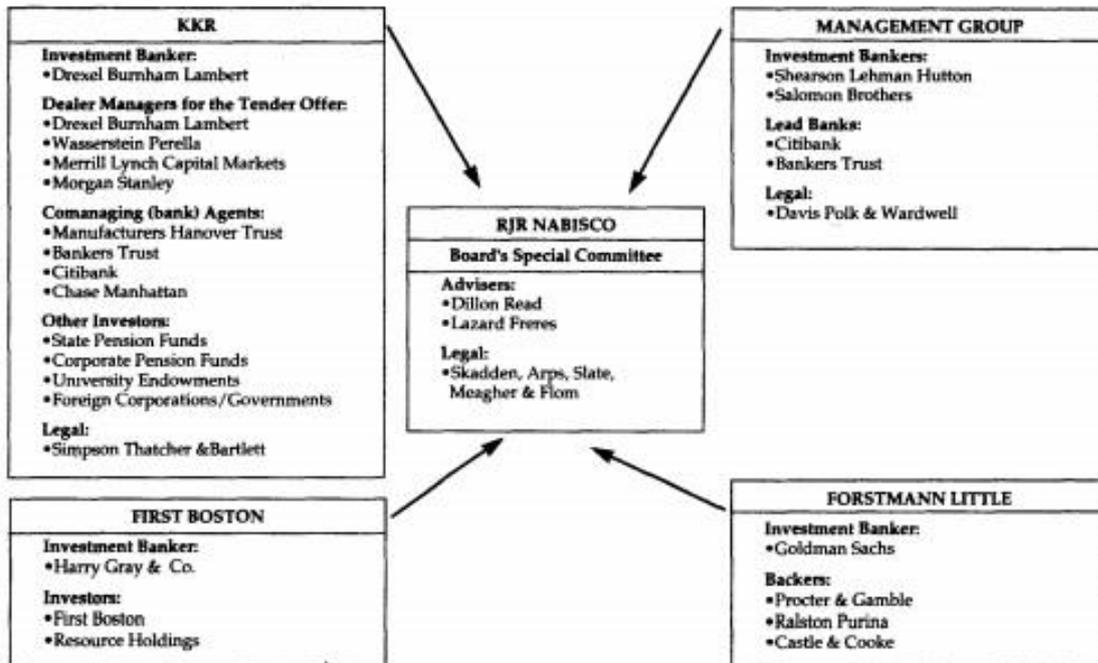
9.1. RJR NABISCO COMO CANDIDATO

La compañía NRJ Nabisco formaba un grupo de empresas fusionadas en el 1985, aunque las empresas que componían esta fusión eran mucho más antiguas, ya que Nabisco se remontaba al año 1792 de los sectores de la alimentación y el tabaco. Esta fusión fue causada por un acto de defensa ante la gran competencia de otras grandes empresas de la industria.

De acuerdo a diversas fuentes, la compañía, antes de que se iniciase la operación LBO cotizaba a 56\$, y un grupo de inversores liderado por Ross Johnson, CEO de una de las compañías fusionadas, Nabisco, junto a Lehman Hutton propusieron la compra apalancada de RJR Nabisco por 17.000\$ millones, o lo que es lo mismo, 75\$/acción. Esta impactante noticia tuvo gran repercusión, y en tan solo un día la cotización de las acciones de la compañía se situó en 77\$/acción, un incremento de un 40% en tan solo 24 horas.

Durante el mismo mes, KKR (Kohlberf, Kravis, Roberts and Company), una firma de Private Equity, lanzó una contraoferta a RJR en la que ofrecían su compra por 20.430 millones de dólares. Esto desató la euforia empresarial y fueron diversas compañías las que se sumaron al “juego” durante los meses siguientes, lo que conllevó a una subida histórica en la cotización de la empresa objetivo.

Figura 1: POSTORES RJR NABISCO



Fuente: MICHEL, A. y SHAKED, I. (1991) "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout."

Analizando la estrategia de KKR, es fácil identificar cual fue su principal objetivo, pues creyó que podría desincentivar la venta a los demás postores si conseguía todo tipo de apoyo de los asesores. Fue tan agresiva la estrategia, que llegaron a conseguir el apoyo de grandes asesoras, como Morgan Stanley o Burnham Lambert, de manera que el grupo directivo únicamente quedó con el soporte de Salomon Brothers. Finalmente, tras una batalla hostil por la compañía, KKR salió victorioso con un precio de 24.880 millones de dólares, y el precio de la acción casi al 200% del inicio de la operación LBO. Si además, a dicha cifra, añadimos la deuda contraída y las tasas, la cuantía final supera los 31.000 millones de dólares.

Algunos autores, como Bringham y Ehrhardt⁷ señalan que este caso sigue el mismo patrón que otras operaciones LBO, una compañía cotizada en bolsa adquirida mediante el apalancamiento y cuya deuda de mayor riesgo es reducida mediante la venta de activos de la compañía. Durante este proceso la empresa, como ocurrió con RJR, es excluida de la bolsa, y al finalizar este proceso vuelve a salir para conseguir efectivo. En este caso, tras adquirir la compañía, KKR percibió unos beneficio mucho menores de los esperados, 60 millones de dólares frente a los 3.100 que había invertido. Llama la atención porque, en este tipo de operaciones de tan alto riesgo, los rendimientos esperados suelen situarse por encima del 20%, y no al 2%. Esto llevo a que KKR llegase a pagar casi íntegramente la creación de valor a los accionistas públicos de la compañía adquirida.

Surge la duda de, ¿cómo una operación con tan altas expectativas, con diversos postores y con grandes posibilidades, acabó devolviendo a una de las principales firmas de private equity un rendimiento tan bajo? y, en dicho caso, ¿a quién se debe responsabilizar?: ¿a RJR, por no ser el óptimo candidato, o a KKR, por una mala gestión y previsión de su deuda?. Además esto llega a poner en duda la capacidad de obtener rentabilidad de las entidades de capital riesgo, puesto que los niveles de rendimiento medios de éstas se sitúan por encima del 20%, y sin embargo esta vez no fue así. ¿Estará sobrevalorada la eficiencia de las firmas de private equity?.

Como se ha explicado en apartados previos, existen ciertas características que dotan a una compañía como perfecta candidata para efectuar una operación LBO, y así lo afirma Gaughan⁸.

Algunas de las características ideales, como ya hemos mencionados anteriormente, son las siguientes:

- Capacidad de endeudamiento
- Posibilidades de crecimiento
- Estabilidad y proyecciones crecientes en los flujos de caja
- Capacidad de reducción de costes
- Expertos directivos

⁷ BRIGAHM, E. F. y ERHARDT, M. C., (2008) "Financial Management: Theory and Practice". 12 ed. s.l.:Thomson South-Western, p. 918

⁸ GAUGHAN, P. A. & BRUNER, R. F., (2010): "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Quinta ed. s.l.:Wiley", pp.293-334.

Como hemos mencionado en el apartado introductorio, los rendimientos obtenidos por la compañía KKR fueron aproximadamente una décima parte de lo esperado, lo que lleva a cuestionarse si realmente la target company era una empresa adecuada para realizar una operativa tan arriesgada o bien, no se adecuaba a las características básicas que favorecen la obtención de resultados.

Al analizar los datos del crecimiento de RJR (véase anexo 1), podemos observar que desde el momento de la fusión, tanto la parte del tabaco como la del sector alimenticio, mantienen una tendencia alcista, aunque estable en los últimos años, superior al 9% y 3% respectivamente. Cabe destacar que además, la industria del tabaco aportaba mayores beneficios, por lo que ese crecimiento aún mayor que el de la venta de alimentos resultaba muy positivo. Esta tendencia se mantiene durante todos los años previos a que se realizase la operación, inalterada por los ciclos económicos del momento. Este dato resultó vital a la hora de seleccionar a la compañía como candidata a la operación LBO, pues es una de las condiciones ideales que garantizan el éxito y la posibilidad de repago. Incluso el hecho de que estas fuesen moderadas y estables resultaba optimista.

Con respecto al beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT de ahora en adelante), se mantiene constante durante todos los años entorno al 13%.

Otro dato a añadir es que la beta no apalancada⁹ de la compañía era 0,69. Esta estudia la relación que existe entre las fluctuaciones del mercado, y los riesgos que ello implica, con los experimentados por la compañía, lo cual refleja que la empresa estaba lejos de replicar el comportamiento del mercado y resultaba insensible a las volatilidades de este.

Volviendo al anexo 1, un incentivo para los postores que animaba a adquirir la compañía eran los bajos niveles de CAPEX¹⁰, ya que de media no son superiores al 7%. Esto es debido principalmente a los sectores en los que operaban, tabaco y alimentación, ya que no requerían tecnología avanzada, que requiriese mayores niveles de inversión. Además dichos sectores son muy maduros, al igual que la empresa, que a pesar de haberse fusionado hacía pocos años, ambas por separado contaban con una larga trayectoria.

⁹ Beta no apalancada: beta considerada enteramente sin deuda.

¹⁰ CAPEX: Capital Expenditures

A esto cabe sumarle que los niveles de deuda de la compañía eran muy bajos, y esto junto a una beta no apalancada tan baja, como hemos explicado previamente, motivaban a las compañías por las grandes posibilidades que tenía la compañía de continuar apalancándose, ya que se llegaban a contemplar en situaciones posteriores al LBO porcentajes incluso del 90% de endeudamiento.

Además, según datos de The Wall Street Journal, el valor de liquidación de la compañía objetivo era muy elevado. La compañía contaba con diversas líneas de negocio que, ya por separado, tenían un elevado valor, y por tanto se trataba de un negocio divisible, de forma que la venta de activos de una de las líneas de negocio, podía permitir aminorar la deuda contraída. El valor estimado de ambas unidades de negocio era muy similar.

La estrategia del grupo de directivos era vender la parte de negocio dedicado a la alimentación, mientras que la compañía KKR orientaba su estrategia a mantener prácticamente intactas ambas líneas. Precisamente este fue uno de los puntos que otorgaron cierta ventaja a KKR para acabar siendo los compradores de la compañía.

Como aspecto negativo, destacamos que el ROE¹¹ y el ROA¹² eran ambos decrecientes. Sin embargo, normalmente tras un LBO, las compañías compradores introducen ciertos cambios y ajustes en la compañía que permiten que esta incremente su valor, por lo tanto esto también pudo motivar a los compradores a llevar a cabo su operación.

Podríamos afirmar, con todos los datos reflejados en este punto, que RJR Nabisco parecía un buen candidato para iniciar la operación, con diversas características que favorecían su éxito. A pesar de ello, los rendimientos obtenidos no fueron los esperados, por lo que podemos concluir que unas “características ideales”, no aseguran el éxito de la operación, y que esta se puede ver influenciada por diversos factores.

9.2. HIPÓTESIS PLANTEADAS POR KKR

El análisis LBO refleja el valor que estaría dispuesto a pagar un inversor financiero. En la práctica, se determina un rango de precios que el comprador financiero estaría dispuesto a pagar, en atención a un intervalo de tasas objetivo de rendimiento (De

¹¹ ROE: Return On Equity

¹² ROA: Return On Assets

Pablo, noviembre de 2006). Es por ello, que el objetivo es hallar la TIR, es decir, la tasa de retorno que podría alcanzarse.

Por ello, a la hora de realizar la valoración de la empresa, se estima un precio objetivo descontado al que se piensa que se podrá vender la empresa en un corto plazo. Normalmente, la tasa de retorno que se usa no suele pasar del 20%. Una vez hemos introducido los inputs en el modelo de valoración por DCF podremos obtener el valor presente de la target, que nos permitirá hacernos una idea de cuánto vale hoy la empresa y por tanto, saber cuánto se estaría dispuesto a pagar por ella, estableciendo un mínimo y un máximo.

Para comprender mejor cuales fueron las razones por las que KKR decidió pagar ese elevado precio vamos a analizar las proyecciones que había estimado la compañía.

1. Por un lado, como hemos mencionado anteriormente, RJR parecía un buen candidato, entre otros argumentos, por su previsión de **ventas**. El sector tabacalero mantenía una constante superior al 9% y el alimenticio por encima del 3%. En las proyecciones que realizó el crecimiento del negocio del tabaco fue situado en un crecimiento constante durante 10 años del 8%. Este porcentaje puede resultar moderado o precavido en un primer momento por encontrarse por debajo de la media de los últimos años, pero si es analizado en mayor profundidad, podemos determinar que, dada la situación en la industria del tabaco que se estaba dando en ese momento, con fuertes movimientos causados por temas legales, un crecimiento sostenido en el tiempo del 8% era demasiado optimista. El crecimiento del sector alimenticio se basó en estimaciones de la competencia, y se determinó en el 6%, muy superior al experimentado hasta ese momento por la compañía.

2. El **EBIT** que se estimó se encontraba por debajo del crecimiento que había tenido la empresa hasta el momento, 2,5% por debajo, definiéndolo en un 11%.

3. El **margen operativo** que se estimó para el negocio del tabaco se situaba en un crecimiento superior al 10%, en torno al 12%, siendo este dato muy optimista ya que en los años previos a la operación este había sido decreciente. Sin embargo, como ya se ha explicado previamente, otra de las características para seleccionar empresas para estas operaciones es que tengas una estructura de costes flexible y con oportunidad de

reducción, por lo que KKR estimó que mediante determinados ajustes y cambios esta podría verse reducida, y los márgenes aumentar hasta un 35%. Con respecto al negocio alimenticio, la tendencia había sido creciente, y se decidió estimar que esta tendencia iba a continuar, de forma que progresivamente iría aumentando hasta un 13% 10 años después de la adquisición.

4. El **working capital** o NOF¹³ que se proyectaron se mantenían estables en el tiempo y en función del nivel de ventas. Podemos deducir que al estimar un incremento de las ventas se está considerando con él un aumento de clientes y de inventarios, pero al mismo tiempo, también será necesario incrementar el número de proveedores, por lo que estas tres variables crecían en proporción. Un WC positivo implica disminuir los flujos de caja, y un WC negativo aumentarlos, por lo que, al resultar positivo en este caso, los flujos de caja se ven afectados negativamente.

5. La compañía KKR, para determinar el **coste de capital** empleó el sistema del CAPM: realizar una ponderación del peso de la deuda por su coste y el peso de los recursos propios por el suyo. Sin embargo, la estimación de estos datos resulta altamente compleja. Según el estudio de Michel y Saked¹⁴, debido a la gran diversidad de proveedores de financiación, la estructura de la deuda era muy difícil de analizar. Entre estas fuentes de financiación, los tipos más destacables por la enorme cuantía de su aportación fueron:

- Tender Offer Facility (T.O.F.), aportando mediante esta vía 13.6 billones
- Asset Sale Bridge Facility, cuya cuantía sumaba 6 billones de dólares.
- Revolver Credit and Term Loan Facility, sumando 5.25 millones de dólares.

En el anexo 2 se encuentran todas las diversas vías de financiación tanto de deuda como de recursos propios, su aporte y los tipos de interés. Además de estos, hubo otros muchos, como financiación puente, deuda subordinada de clase 1, bonos senior convertibles... El sumatorio de todas estas fuentes de financiación es superior al coste de la operación, debido a que algunas de ellas fueron utilizadas posteriormente, y no en

¹³ NOF: necesidades operativas de fondos

¹⁴ MICHEL, A. y SHAKED, I. (1991) "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout." Financial Analysts Journal, Issue

el momento de la adquisición. Incluso descontado estas vías de financiación, la cantidad es mayor al coste de la adquisición, lo cual se explicará más adelante.

Los tipos de interés, también reflejados en el mismo anexo, indican el interés medio de cada uno de las vías de financiación para obtener el Kd (coste de la deuda).

Finalmente, con todas estas diversas vías de financiación, los autores hicieron la siguiente aproximación:

El resultado obtenido es que el coste de la deuda final resulta un 11,6%, después de impuestos.

El coste del equity (recursos propios), debe ser superior al de la deuda, debido al pago de los dividendos; financiarse mediante deuda es más caro que financiarse con recursos propios. El resultado obtenido fue 14,58%. Para ello, emplearon la fórmula del CAPM:

$$Re = r_f + (r_m - r_f) * \beta.$$

- La rentabilidad libre de riesgo considerada fue 7,2%
- La prima de mercado 8%
- La beta apalancada llama mucho la atención, pues es extremadamente alta, situándose en 9,65. Esto implica que cualquier variación en el mercado es replicada prácticamente 10 veces por la compañía, por lo que es altamente sensible a las oscilaciones.

Figura 2: ESTRUCTURA DEUDA

Type of Debt	Amount* (millions)	Weight	Interest Rate (per cent)
Short-Term Debt	\$13,600	0.5198	11.27%
Existing Long-Term Debt	5,262	0.2011	9.75
Sub. Increasing-Rate Notes (Class I)	1,250	0.0477	13.00
Sub. Increasing-Rate Notes (Class II)	3,750	0.1434	14.00
Senior Convertible Debentures	1,800	0.0688	14.50
Partnership Debt Securities	500	0.0191	11.20
Total	\$26,162	1.0000	11.66%
After-Tax Cost of Debt = 11.66 (1 - 0.355) = 7.52%			

* From January 31, 1989 prospectus.

Fuente: MICHEL, A. y SHAKED, I. (1991) "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout."

Figura 3: ESTRUCTURA RECURSOS PROPIOS

I. Data	
Pre-LBO Beta	1.05*
Pre-LBO Debt/Equity	0.82
Post-LBO Debt/Equity	20.15
Tax Rate	0.355
II. Unlevering the Beta	
$1.05 = \text{Beta}_{\text{unlevered}} \times [1 + (1 - 0.355) \cdot 0.82]$	
$\text{Beta}_{\text{unlevered}} = 0.69$	
III. Post-LBO Beta	
$\text{Beta}_{\text{post-LBO}} = 0.69 [1 + (1 - 0.355) \cdot 20.15] = 9.65$	
IV. Post-LBO Cost of Equity	
$R_E = 7.2 + 9.65 \cdot 8 = 84.4\%$	

* RJR's pre-LBO beta was obtained from the September 1988 issue of *Value Line*, the most recent issue prior to the transaction.

Fuente: MICHEL, A. y SHAKED, I. (1991) "RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout."

Estudio de las operaciones LBO

Una vez obtenidos los costes de financiación de deuda y de recursos propios, se tuvo que obtener la proporción en la que estos participaban en la estructura de capital. La deuda constituía un 82,47%, los stocks un 12,8% y el equity únicamente un 4,73%. Una vez realizada la ponderación, el resultado final fue de 12,06%.

Para evaluar la compañía, una vez obtenido el coste de capital, se descontaron las proyecciones del año 1989 al 1998 hasta el momento actual de la adquisición, 1988. El resultado de esta fue de 15.633,77 millones. Aparte, se tuvieron que hacer algunas suposiciones para años posteriores a 1998, como la tasa de crecimiento, para determinar el valor residual.

6. Al sumar los cash flows esperados en el momento presente, más el valor residual de la compañía, se obtuvo una cifra de: 32.585,77 millones que, restando la **deuda** a largo plazo que ya tenía RJR Nabisco, se obtiene una cifra final de 27.195, 66.

7. Evidentemente esto, varía dependiendo la **tasa de crecimiento** sobre la que se haga la proyección.

El siguiente estudio de sensibilidad nos permitirá obtener cual es la prima de adquisición dependiendo de la tasa de crecimiento tomada:

Figura 4: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DEL CRECIMIENTO

Valor CF	G	V.Residual	CF+VR	Deuda	Valor de Equity	Nº acciones	Valor por acción
15.633,77	0%	12.345,01	27.978,78	5.390,02	22.588,76	223,52	101,0592341
15.633,77	1%	13.616,74	29.250,52	5.390,02	23.860,50	223,52	106,7488368
15.633,77	2%	15.118,51	30.752,30	5.390,02	25.362,28	223,52	113,4676092
15.633,77	3%	16.952,00	32.585,80	5.390,02	27.195,78	223,52	121,6704545
15.633,77	4%	19.240,00	34.873,81	5.390,02	29.483,79	223,52	131,9067198
15.633,77	5%	22.176,42	37.810,24	5.390,02	32.420,22	223,52	145,0439334

Fuente: elaboración propia

Si remontamos a la introducción del caso RJR Nabisco, recordaremos que la acción antes de la adquisición hostil se situaba en \$56. El proceso de adquisición fue muy

largo, lo que permitió que la acción cada vez se fuese incrementando más. En el menor de los casos, considerando que la compañía hubiese estimado un crecimiento del 0%, el valor por acción se hubiera incrementado un 80,47%. El crecimiento final proyectado se situó entre el 1% y el 2%, y la acción en \$109. La prima de adquisición por tanto, cerca del 95%.

8. Además de toda la operativa, existen multitud de documentos que afirman que la compañía gastó elevadas cantidades en honorarios. El valor de estos estará representado por ese exceso de financiación para la adquisición.

Considerando todas estas suposiciones previas, podemos establecer ciertos patrones que caracterizaron la operación:

El nivel de endeudamiento fue muy excesivo. Como hemos explicado previamente, el ratio de endeudamiento se situaba en un porcentaje del 93,4%, es decir, solo un 4,6% de la operación fue financiada mediante recursos propios. Lo normal en este tipo de operaciones, ya caracterizadas por su elevado endeudamiento, es el 70%-80%, por lo que la empresa asumió un gran riesgo.

Además, dentro de la estructura de la deuda, los elementos de más alto riesgo son los que mayor peso tienen (véase anexo 2). Por ejemplo, bridge financing, que aporta 5 billones a la estructura de la deuda tiene unos tipos de interés muy elevados, al igual que senior convertible debentures, o increasing-rate notes, otros 5 billones. Por otro lado, gran parte del endeudamiento es a corto plazo, y esto puede suponer un problema si se quiere respetar el calendario de repago, ya que tienen que ser atendidas en primer lugar, y al ser una cuantía tan elevada, (tender offer facility aportaba una financiación de 13,6 billones), puede generar problemas.

Esta gran cuantía de deuda, como es lógico, generó una enorme cantidad de intereses, y los flujos de caja generados desde el primer momento fueron insuficientes para poder hacer frente a ellos: el riesgo de repago fue inminente y uno de los principales causantes de que no se lograra el éxito. Esto se puede medir mediante el ratio EBITDA/Intereses netos, y trata de medir en qué grado un emisor es capaz de hacer frente al pago de intereses mediante los cash flows que obtiene desarrollando su actividad principal. KKR, desde el primer año mostró un ratio inferior a uno, dejando entrever desde sus inicios la incapacidad de pagar los intereses.

Habiendo analizado la situación tan crítica a la que llevó este elevado endeudamiento, surge la cuestión de por qué la compañía compradora decidió asumir tal ratio de deuda. Trataremos este tema en el siguiente apartado.

9.3. RELACIÓN ENDEUDAMIENTO Y PRECIO

Una primera cuestión importante a abordar son los motivos que llevan a las empresas a un alto nivel de apalancamiento. Para ello, expondremos en primer lugar, las distintas teorías defendidas por los autores en esta materia.

Un primer motivo, y quizás el más popular, es la presión fiscal. Un fuerte apalancamiento nos lleva a un ahorro impositivo, ya que debemos recordar que los dividendos no son desgravables a efectos fiscales y sin embargo, los intereses de la financiación ajena sí. Esto se debe a que la presencia de deuda en el balance nos genera unos cash flow de intereses fijos anuales que reducen la base imponible, por lo tanto, al aplicar el tipo de gravamen sobre esta última se genera un importante ahorro fiscal. Esta teoría fue expuesta por Modigliani y Miller, quienes llegaron a la conclusión de que la financiación externa en un mundo con impuestos genera un escudo fiscal, que aumenta el valor de la empresa.

Pero no es la única razón que lleva a un alto apalancamiento de las empresas. Veremos a continuación algunos más:

Teoría de la ciclicidad de las PE: Los patrones de comportamiento de las últimas décadas de estas entidades, sugieren que puede haber una relación entre las condiciones de crédito del mercado y su actividad. En este sentido, el trabajo realizado por Choe, Masulis, y Nanda¹⁵ (1993), sugieren la existencia de una relación positiva entre las emisiones de acciones y el ciclo económico. En épocas de recesión, las empresas no amplían capital y viceversa en casos de expansión. Asimismo, autores como Kaplan y Stromberg avanzan que la crisis en el mercado de crédito a finales de 2007, principios de 2008, sugiere se dieron unas condiciones de crédito excesivamente favorables en el

¹⁵ **CHOE, MASULIS, y NANDA** (1993): "Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence"

periodo anterior que habrían alimentado la oleada de LBOs que tuvo lugar entre 2005 y 2007.

Por otro lado, algunos autores, critican la gestión de los private equities al considerar que no crean valor operativo alguno, sino que se aprovechan los fallos del mercado, es decir los desajustes entre los precios y la deuda, aprovechándose de esta manera del arbitraje dada su mayor facilidad de acceso al mercado de deuda. (Kaplan y Stromberg, 2008)

Otras de las teorías, viene de la mano de Axelson ¹⁶(2007), quien propone una hipótesis diferente. Argumenta que los *Capital Partner* de las entidades de private equity tienen responsabilidad limitada y por tanto no tienen problema en asumir inversiones con elevados riesgos y baja rentabilidad, ya que si la inversión resulta exitosa, los honorarios recibidos serán muy elevados, por tanto necesitarán apalancarse para financiar sus inversiones. Por lo tanto, durante épocas de bonanza o cuando los mercados sean muy líquidos, habrá una tendencia a una mayor apalancamiento. Esto implica que el nivel de actividad de compra se correlaciona positivamente con el entorno del mercado de crédito, y que el precio promedio en los mercados de crédito "caliente" va obteniendo el precio promedio en los mercados de crédito "en frío". Por tanto vemos como el nivel de apalancamiento tiene un efecto sobre el precio en los mercados.¹⁷

La teoría de la información asimétrica, por su parte favorece las emisiones de deuda frente a las de capital, según afirma Mascarenas, debido a que ante un anuncio de ampliación de capital, los inversores tienden a vender sus acciones consideradas sobrevaloradas y no a comprarlas. Para comprender dicha afirmación, es necesario mencionar a Baker y Wurgler, quienes determinaron que las empresas eran más propensas a emitir nuevas acciones cuando el equipo directivo consideraba que estaban sobrevaloradas en el mercado.

Las diferencias en las políticas óptimas de financiación se deben a las diferentes estructuras de activos que presentan las compañías y, en general, las industrias. En

¹⁶ AXELSON, U., JENKINSON, T., STROMBERG, P. y WEISBACH, M. S., (2013). "Borrow Cheap, Buy High? The Determinantes of Leverage and Pricing in Buyouts." *The Journal of Finance*, 68(6), pp. 2223-2267.

¹⁷ KAPLAN, S. y STROMBERG, P. (2008) "Leveraged buyouts and private equity." Cambridge, p.24

efecto, una compañía rentable y con activos tangibles y relativamente seguros, optará por un fuerte apalancamiento con el fin de beneficiarse del escudo fiscal por intereses financieros. En contrapartida, una empresa con un perfil arriesgado y fuerte predominio de intangibles en su balance, optará por la financiación vía equity.

Haciendo referencia a la teoría de Axelson “Teoría de la Agencia”, esta puede llegar a explicar el comportamiento de la compañía KKR. Unas estimaciones altamente positivas, que llevaron a un precio muy por encima del estimado, además de una intensa competencia en un entorno muy hostil pudieron ser los causantes. Además la situación del mercado crediticio era buena, y empujaba a incrementar dicho endeudamiento. Recordemos que el precio al que se compró la empresa situaba el precio de las acciones a \$109, cuando pocas semanas antes, antes del inicio de la compra apalancada, esta se encontraba a \$56.

Con respecto a la teoría expuesta por Kaplan y Stromberg, que define que existen relación entre la deuda asumida y las situaciones del mercado de crédito, podemos resaltar que durante el año 1988, cuando se realizó la operación, los tipos de interés alcanzaron unos niveles muy bajos, por lo que el coste de la deuda también era muy bajo, lo que llevó a un exceso de euforia a la hora de financiarse. No fueron únicamente las empresas privadas las que cayeron en este error, sino que también los ratios de endeudamiento de empresas del sector público alcanzaron mayores niveles que en otros momentos de la historia. Esta situación corrobora la teoría del Market Timing y “justifica” por qué KKR tomó esta decisión.

9.4. EVOLUCIÓN TRAS LA ADQUISICIÓN

Como hemos mencionado anteriormente, en este tipo de operaciones el rendimiento esperado por las compañías es superior al 20%. En este caso en concreto, con un múltiplo de 8,3x EBITDA, además de las suposiciones de crecimiento explicadas previamente, la cifra prevista se encontraba entorno al 37,5%. Esto implicaba que el EBITDA hubiese crecido en la medida de lo esperado, casi un 10% interanual, y que la inversión de KKR se hubiese mantenido para finalmente volver a sacar en bolsa toda la

propiedad. Sin embargo, estas condiciones no se dieron, y el resultado final distó mucho de lo esperado.

Como hemos mencionado en el apartado anterior, haciendo referencia a la generación de flujos de caja (véase anexo 3), estas son muy insuficientes desde el primer año, y hasta el octavo año en 1996 no empiezan a ser positivos.

Esta situación es muy peligrosa para cualquier empresa, puede generar despidos e incluso quebrar, y la estructura de costes no era tan flexible como para poder asumir estos rendimientos tan por debajo de lo esperado. Además, en el momento de la salida a bolsa, el precio de las acciones descendió, puesto que los inversores eran conscientes de la situación de la empresa y no estaban dispuestos a invertir en inestabilidad.

Otro de los motivos por los que los cuales la compañía no obtuvo los márgenes deseados fue causado por el CAPEX. La proyección que se había estimado situaba a este en un 10% inicial, para luego ir reduciéndose paulatinamente. Sin embargo, desde el primer año, estos se mantuvieron estables alrededor del 3%. En un principio este porcentaje puede no considerarse negativo, puesto que implica mayores flujos de caja, pero en el largo plazo es necesario invertir para seguir creciendo.

A pesar de que el nivel de ventas de ambas líneas del negocio descendió durante el primer año los márgenes operativos tuvieron una tendencia creciente, pero a partir de 1991 esta cambió. El porcentaje de ventas y el margen operativo del sector del tabaco descendieron un 6%, y teniendo en cuenta que esta línea era la que aportaba mayor beneficio, los resultados solo pudieron ser negativos.

Con respecto al EBIT, teniendo en cuenta que el crecimiento esperado para este era del 11% los resultados fueron catastróficos. El ratio EBIT/Ventas, que ofrece una idea de la rentabilidad de la empresa, estaba decreciendo un 4,5%.

Además, las condiciones coyunturales del momento no fueron favorecedoras. La adquisición se hizo en un momento erróneo, no fue un buen momento: además de los problemas ya mencionados con el sector del tabaco, una fuerte competencia también provocó que los ingresos no fuesen los esperados. Debido a la situación de los flujos de

caja, KKR se vio obligado a salir en busca de refinanciación en un momento de recesión económica: la crisis de los bonos basura de 1990-1991. Se tratan de instrumentos de deuda, de renta fija, cuyo principal riesgo es el de impago y con unos intereses de contraprestación muy elevados; su grado de inversión es muy bajo.

Las fuentes de refinanciación fueron muy diversas, emisión de bonos senior emitidos al 10,5%, intercambio de acciones preferentes por 200 millones de dólares, la compra de 272 millones de acciones de una compañía asociada a KKR de sociedad limitada.

A pesar de estas vías de refinanciación, debido a la situación coyuntural, KKR se vio obligado a inyectar 1600 millones de dólares para poder continuar haciendo frente al repago, lo cual provocó una reducción de los rendimientos.

Así sucedió, que desde la adquisición, KKR despidió a 46000 empleados y vendió \$6,2 millones de dólares de su negocio. A pesar de ello, el rendimiento de capital entre 1988 y 1994 solo se redujo de un 24% a un 16%, principalmente debido al gran litigio existente en la industria del tabaco.

Debido a las fuertes presiones, KKR tuvo que tomar la determinación de vender de forma íntegra la parte de Nabisco, el 8% restante a la inversión que mantenía, a través de Goldman Sachs.

10. CONCLUSIONES

Para finalizar el trabajo vamos a desarrollar las conclusiones al estudio realizado:

Por un lado, con respecto al estudio teórico, podemos determinar que la introducción del capital riesgo a la estructura organizativa tiene numerosas ventajas, como afirman diversos estudios. El private equity entra a formar parte del accionariado de la compañía, y gracias a su experiencia permite asesorar a la empresa. Controla, dirige y contribuye a mejorar la estructura de costes.

Los resultados de su incorporación son, por tanto, una mayor eficiencia en la organización, así como mejora de la concordancia de intereses de accionistas y directivos. Es decir, maximiza el valor de la compañía.

Con el paso de los años, y la puesta en práctica de este tipo de operaciones, han avanzado notablemente hacia un sistema normativo más regulado y con mayor apertura.

En lo referente al caso práctico, podemos concluir por un lado que, la capacidad de gestionar con éxito grandes compañías es diferente a la de las empresas de tamaño medio, y se deben adaptar las operaciones realizadas a cada empresa

KKR se apalancó excesivamente, ya que superó los 25.000 millones de dólares. Sus proyecciones fueron excesivamente optimistas. Constituye una información importante el que una empresa esté financiada por menos de un 5% de recursos propios, el repago de la deuda fue inviable desde un primer momento. KKR se dejó llevar por una situación en el mercado crediticio en la cual la deuda es más barata.

La prima que la empresa KKR estaba dispuesta a pagar era excesiva, se creó una situación de euforia financiera y por una situación muy hostil entre todos los postores.

RJR Nabisco era un buen candidato, su histórico de ventas era bueno e incitaba a la compra. Además ofrecía estabilidad y se encontraba en un sector maduro. Por otro lado, mantenía unos flujos de caja positivos, unos niveles de deuda bajos, que permitían endeudarse más, y un valor de liquidación alto, por lo que parecía que el riesgo de repago estaba cubierto.

A pesar de todas estas condiciones que favorecían un buen futuro, la operación no obtuvo los rendimientos esperados, por lo que el hecho de que se cumplan ciertas

características ideales en la compañía objetivo no condiciona unos buenos resultados. Existen otras variables que afectan, se obviaron otros aspectos que podían darse en el mercado, como una situación crediticia empeorada o litigios en sus líneas de negocio, así como una creciente competencia.

KKR logró no caer en quiebra a pesar de que se había endeudado por encima de sus posibilidades, la evolución de los flujos de caja estuvo por debajo de lo esperado, no permitió hacer frente al repago, y los niveles de venta y márgenes acabaron decreciendo. La compañía acudió a los mercados para poder refinanciarse y se vio afectada por la situación coyuntural del momento, la crisis de los bonos basura. Esto produjo que la compañía se tuviese que refinar con recursos propios, lo cual provocó que disminuyese el rendimiento. El valor de la acción comenzó a bajar y cada vez menos personas decidían invertir.

Como hemos explicado previamente, el CAPEX también se situó por debajo de lo que se había estimado. A pesar de que en un principio, esto pudo ser visto como una buena noticia, ya que menores niveles de CAPEX implican mayores flujos de caja, en el largo plazo no es positivo, ya que no permite contribuir al incremento de las ventas, por lo que también fue uno de los detonantes de la compañía.

Los principales afectados fueron los trabajadores de KKR, que dadas las circunstancias de la compañía tuvo que recortar en personal y 46000 personas fueron despedidas.

11. BIBLIOGRAFÍA

AXELSON, U., JENKINSON, T., STROMBERG, P. y WEISBACH, M. S., (2013). “Borrow Cheap, Buy High? The Determinantes of Leverage and Pringing in Buyouts.” *The Journal of Finance*, 68(6), pp. 2223-2267.

BRIGAHM, E. F. y ERHARDT, M. C., (2008) “Financial Management: Theory and Practice”. 12 ed. s.l.:Thomson South-Western, p. 918

BRUNO, N. (Febrero de 2002) “Ill leverage buy out nella casística giurisprudenziale” Centro di ricerca per ill diritto d’impresa.

CHOE, MASULIS, y NANDA (1993): “Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence”

FERRER, P. “La compra apalancada del paquete accionario (leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad. RDCO 2003-605. Lexis N° 0021/000307

GAUGHAN, P. A. & BRUNER, R. F., (2010): “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Quinta ed. s.l.:Wiley”, pp.293-334.

GIVONE, H. y ALONSO, A., op. Cit. Pág 227.

KAPLAN, S. (1988): “Management buyouts: evidence on taxes as a source of value”. *The journal of finance*. Vol. 44, n°3, pp. 611-632.

KAPLAN, S. y STROMBERG, P. (2008) “Leveraged buyouts and private equity.”
Cambridge, p.24

LOPEZ ITURRIAGA, F. , RODRÍGUEZ ESCUDERO A. y TASCÓN FERNÁNDEZ, J. “Aproximación a los efectos financieros del Leverage Buy Out”

MASCAREÑAS PÉREZ, I. (2005) “Fusiones y adquisiciones de empresas”;
McGraw Hill. Madrid.

MICHEL, A. y SHAKED, I. (1991) “RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout.” Financial Analysts Journal, Issue

POLAK, F. (Mayo 2004): “El leveraged buy-out y el derecho internacional privado argentino” Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (D.S.C.E.)XVI; 509

VAQUERIZO ALONSO, A. (2003): “Asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias” Ed : Civitas Ediciones, Madrid.

PÁGINAS WEB:

<http://www.bloomberg.com/news/articles/1995-04-02/barbarians-revisited>

<https://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

http://blogs.elconfidencial.com/mercados/secretos-del-private-equity/2009-02-16/porque-kkr-no-tuvo-exito-en-rjr-nabisco_582353

12. ANEXOS

ANEXO 1

DATOS FINANCIEROS

Perdidas y ganancias (millones de dolares)	1985	1986	1987	1988
Alimentos	6200	9236	9420	9888
Variación		48,97%	1,99%	4,97%
Tabaco	5422	5866	6346	7068
Variación		7,57%	7,56%	10,22%
Ventas	11633	15102	15766	16956
De alimentos	549	820	915	1215
Margen operativo	8,90%	8,90%	9,70%	12,30%
De tabaco	1843	1659	1821	1924
Marge operativo	34,0%	28,30%	28,70%	27,20%
Bº operativo	2392	2479	2736	3139
Gastos	443	139	432	291
EBITDA	1949	2340	2304	2848
Depreciación y amortización	354	605	652	730
EBIT	1595	1735	1652	2118
Intereses	337	565	489	579
Bº NETO	1258	1170	1163	1539

BALANCE FINANCIERO	1985	1986	1987	1988
T. Activo	16414	16701	16861	16895
Deuda a LP	5628	5514	5681	5262
	34,00%	33,00%	34,00%	31,00%
Working Capital	1617	1329	1717	1795
Porcentaje ventas	13,90%	8,80%	10,89%	10,59%

	1985	1986	1987	1988
CAPITAL EXPENDITURES	946	1022	936	1142
ROE	26,04%	19,03%	20,78%	17,11%
ROA	15,46%	14,13%	13,73%	11,50%

CAGR	Ventas alimentos	Ventas tabaco	EBIT	WC	CAPEX
Porcentaje	3,50%	9,20%	13,50%	16,20%	6,50%

ANEXO 2

VÍAS DE FINANCIACIÓN DE KKR

<i>Type</i>	<i>Amount</i>	<i>Rate</i>	<i>Characteristics</i>
Tender Offer Facility (T.O.F.)	\$13.6 billion	Base Rate + 2% ^a or Eurodollar Rate + 3%	Bank financing used to purchase shares tendered to KKR.
Asset Sale Bridge Facility	\$6 billion	Base Rate + 1½% ^a or Eurodollar Rate + 2½%	Bank financing used to refinance the T.O.F. At least \$5.5 billion must be obtained from the sale of assets.
Refinancing Bridge Facility	\$1.5 billion	Base Rate + 2¼% ^b or Eurodollar Rate + 3¼% ^d	Bank financing used to refinance T.O.F.
Revolving Credit and Term Loan Facility	\$5.25 billion	Base Rate + 1½% ^c or Eurodollar Rate + 2½%	Bank financing used to refinance the T.O.F. After 2 yrs., both facilities are to be converted to 4-yr. term loans upon satisfying key debt covenants relating to working capital, asset sales, solvency, etc.
Bridge Financing	\$5.0 billion	Base Rate + 6% for 1st 6 mos. 8% for following 3 mos. 10% thereafter	Drexel Burnham Lambert and Merrill Lynch commit \$1.5 bill. each of Senior Subordinated Bridge financing and Drexel agreed to provide \$2 bill. of sub. bridge financing. ^d
Increasing-Rate Notes	\$5.0 billion	Greater of a) Floating 90-day LIBOR plus adjustment b) Fixed rate plus adjustment ^e	Used to redeem non-bank bridge financing. Two classes: (1) 8-yr. First Subordinated Notes, (2) 8-yr. Second Subordinated Notes. Can use additional notes as interest payment for second subordinated notes during period between month 18 and month 78.
Partnership Debt Securities	\$0.5 billion	T-bill + 4%	6-mo. debt security, which can be extended up to 7 years with adjustment in rate schedule.
Senior Convertible Debentures	\$1.8 billion	Interest = 550 basis points over the greater of 1) 3-mo. T-bill 2) 10-yr. T-notes 3) 30-yr. T-bonds Minimum rate = 12% Maximum rate = 16%	20-year maturity. For the first 10 years, interest is paid in securities or cash at the option of KKR. Following the 10-year period, cash payments are mandatory. At option of debenture holder can be converted to common stock after year 4. Debentures are convertible into 25% of RJR equity in 1993. Security has reset provision to trade at par.
Cumulative Exchangeable Preferred Stock	\$4.059 billion	Dividend = 550 basis points over the greater of 1) 3-mo. T-bill 2) 10-yr. T-notes 3) 30-yr. T-bonds Minimum rate = 12% Maximum rate = 16%	First 6 years, dividends are paid in cash or additional shares, at KKR's option. Following year 6, dividends are paid in cash. Shares have no voting rights. Then shares have a prior claim to that of the senior convertible debentures.
Equity	\$1.5 billion	No Fixed Dividend	Provided by KKR investing group set up as a limited partnership.

ANEXO 3

FLUJOS DE CAJA OBTENIDOS POR KKR

FLUJOS DE CAJA	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
EBITDA	3681	4103	4632	5039	5464	5934	6397	6990	7597	8265
CAPEX	-1078	-1462	-1345	-930	-738	-735	-735	-735	-735	-735
VAR. WORKING CAPITAL	-169	-143	-153	-164	-177	-190	-204	-219	-235	-252
INTERESES	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781	-3781
IMPUESTO	1029	-1185	-1363	-1497	-1642	-1809	-1973	-2184	-2399	-2636
FLUJO DE CAJA	-948	-2467	-2010	-1333	-873	-580	-295	72	447	861