



ICADE

LOS LEVERAGED BUYOUTS COMO MÉTODO DE ADQUISICIÓN POR LAS FIRMAS DE CAPITAL RIESGO: EL CASO RJR NABISCO

Autor: Patricia Recarte Iguaz
Director: Rocío Sáenz-Díez Rojas

Madrid
Marzo 2015

Patricia
Recarte
Iguaz

**LOS LEVERAGED BUYOUTS COMO MÉTODO DE ADQUISICIÓN POR LAS FIRMAS DE
CAPITAL RIESGO: EL CASO RJR NABISCO**



ÍNDICE DEL TRABAJO

RESUMEN Y ASBTRACT	6
SECCIÓN I: INTRODUCCIÓN.....	9
1. INTRODUCCION	10
1.1. Propósito general.....	10
1.2. Justificación del interés del tema.....	10
1.3. Objetivos de la investigación	11
1.4. Metodología	12
1.5. Estructura del trabajo	14
SECCIÓN II: MARCO TEÓRICO.....	16
2. REVISIÓN TEÓRICA DE LA CUESTIÓN	17
2.1. Definición general de un LBO como método de valoración y tipo de adquisición.....	17
2.2. Desarrollo histórico: tendencias	17
2.3. Tipos de LBOs	19
2.4. Características del candidato ideal	20
2.5. Estructuración de un LBO.....	22
2.6. Las firmas de Private Equity. Aproximación teórica	23
SECCIÓN III: EL CASO RJR NABISCO	25
3. STUDY CASE: RJR NABISCO. INTRODUCCIÓN HISTÓRICA DE LA OPERACIÓN	26
4. RJR NABISCO COMO POTENCIAL CANDIDATO	27
5. ANÁLISIS DEL PRECIO Y ENDEUDAMIENTO ASUMIDOS POR KKR	30
5.1. Aproximación teórica: la relación entre el endeudamiento y el precio, y los mercados de crédito.....	30
5.2. La valoración de la empresa y el descuento de flujos de caja (DCF).....	33

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

5.3. El leveraged buyout (LBO)	38
5.4. Conclusiones en relación con el precio y la deuda.....	42
6. ANÁLISIS DE RENDIMIENTOS.....	43
6.1. Aproximación teórica: las firmas de Private Equity como fuente de eficiencias operacionales y de creación de valor.....	43
6.2. La evolución financiera de RJR Nabisco tras el LBO.....	46
6.3. Las necesidades de refinanciación	49
6.4. Conclusiones acerca de los rendimientos obtenidos	50
SECCIÓN IV: CONCLUSIONES FINALES.....	52
7. CONCLUSIONES FINALES DEL ESTUDIO	53
7.1. RJR Nabisco era un buen candidato, pero ello no garantizó el éxito	53
7.2. El endeudamiento y el precio de la operación fueron excesivos.....	53
7.3. A pesar de conseguir salir adelante, se obtuvieron unos resultados mínimos como consecuencia de un LBO mal planteado	54
8. LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN	55
ÍNDICE DE REFERENCIAS	57
ANEXO DE TABLAS	61
ANEXO DE CUENTAS ANUALES E INFORMES.....	71
-Informe de Bernstein Research sobre la transacción LBO	
-Libro para accionistas con cuentas e informes entre 1989 y 1991	
-Cuentas anuales entre 1991 y 1993	

ÍNDICE DE TABLAS

I. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE RJR NABISCO	62
II. BREAK-UP VALUE DE RJR NABISCO.....	63
III. VALORACIÓN DCF PRE-LBO	64
IV. VALORACIÓN POST-LBO	65
V. FUENTES DE FINANCIACIÓN	66
VI. LBO DE RJR NABISCO	67

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

RESUMEN Y ASBTRACT

RESUMEN: Este trabajo estudia las adquisiciones apalancadas (LBO) como método de adquisición por las firmas de capital riesgo, centrándose específicamente en un caso de 1989: la adquisición de RJR Nabisco por la firma KKR. Esta fue una de las más importantes de la década de los 80 y la mayor en cuanto a valor hasta ese momento. La particularidad de este caso reside en que, a pesar de las buenas expectativas del mercado, resultó en unos rendimientos sorprendentemente bajos para la firma adquirente. Por ello, y tras un análisis teórico de los LBO, se procede a estudiar el caso en profundidad, analizando las características de la empresa objetivo, elaborando un modelo de valoración y un modelo de la operación LBO propios, así como estudiando las cuentas y evolución financiera de la empresa de forma posterior a la operación. Con ello, vemos que a pesar de ser RJR Nabisco lo que podría definirse como un candidato ideal para un LBO, debido al hostil proceso de oferta, unido a un mercado de crédito que estaba en sus mínimos y a unas proyecciones de crecimiento excesivamente optimistas, se llegó a un nivel de endeudamiento y a un precio muy por encima del ideal. Finalmente, observamos cómo la evolución posterior de la empresa fue peor a la esperada, contribuyendo a la obtención de rendimientos menores.

Palabras clave: adquisición apalancada, capital riesgo, características empresa objetivo, RJR Nabisco, KKR, caso de estudio, endeudamiento, mercados de crédito, modelo de valoración, análisis financiero.

ABSTRACT: this paper analyses the Leveraged Buyouts (LBO) as an acquisition method by the Private Equity firms, specifically focusing on a study case of 1989: the acquisition of RJR Nabisco by KKR. Such operation was one of the most important ones of the 80s and the biggest in terms of value up to that moment. The peculiarity of this study case lies on the fact that, despite the positive expectations of the market, it resulted in surprisingly low returns for the acquiring firm. For this reason, and after a theoretical analysis of the LBOs, we proceed to study the case in depth, analyzing the characteristics of the target company,

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

developing both a valuation model and an LBO model of our own, as well as studying the accounts and financial evolution of the company after the transaction. As a result, we conclude that despite being RJR Nabisco what could be defined as the ideal candidate for an LBO, due to the hostile bidding process, together with a debt market that was at its minimum and excessively optimistic growth projections, they reached a debt level and a price very much above the ideal ones. Finally, we observe how the subsequent development of the company was worse than expected, contributing to obtaining lower returns.

Key words: leveraged buyout, LBO, private equity, characteristics target company, RJR Nabisco, KKR, study case, debt, credit markets, valuation model, financial analysis.

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Sección I: Introducción

1. INTRODUCCION

1.1. Propósito general

El propósito de este trabajo de investigación es el estudio de las adquisiciones a través de los llamados Leveraged Buyouts (LBO) por las firmas de Private Equity, centrándonos en el caso especial de la adquisición por Kohlberg Kravis Roberts (KKR) del conglomerado de tabaco y alimentación RJR Nabisco. Estudiaremos en un primer lugar el LBO como sistema de valoración de empresas, analizando las tendencias y los elementos esenciales de este tipo de operaciones para, posteriormente, centrarnos en el caso que será objeto de nuestro estudio, el cual intentaremos descomponer analizando todos los elementos que intervinieron así como los rendimientos finales obtenidos por la firma de Private Equity.

1.2. Justificación del interés del tema

Existen innumerables trabajos que analizan los Leveraged Buyouts desde un punto de vista teórico, analizando sus elementos, participantes, características del candidato ideal (todo aspectos que veremos en el marco teórico). Algunas razones por las que los LBO atraen a inversores y a firmas de Private Equity son, en primer lugar, los elevados rendimientos que se obtienen generalmente y, en segundo lugar, que los préstamos que realizan a la hora de efectuar la operación se encuentran garantizados por los activos de la compañía que se está adquiriendo. Sin embargo, en la práctica, lo que parece una operación segura y con altas probabilidades de éxito, si el LBO se realiza de forma deficiente y la empresa entra en bancarrota o no tiene la evolución deseada, los inversores podrían arriesgarse a obtener un rendimiento mínimo o incluso a perder su inversión. Este riesgo será mayor a medida que los inversores paguen un precio mayor por la adquisición y asuman mayores niveles de deuda, dejando en consecuencia menor margen de error. Esto produce que dichas operaciones se vuelvan más vulnerables ante posibles fluctuaciones del mercado, pudiendo acabar en catástrofe (MUCH y O'DEA, 1986), como ocurrió con el famoso caso de la cadena de farmacias REVCO en 1988. Vista esta situación, y desde el punto de vista del interés general de la economía, veo necesario realizar un estudio global acerca de las diversas teorías que existen en torno a los LBO y los resultados obtenidos, todo ello en

relación con las características de la empresa objetivo, las características de la transacción y la actuación de la firma de PE. Sin embargo, ya existen muchos estudios también en relación con estas teorías, como son los trabajos de KAPLAN, JENSEN o STROMBERG. Es por esta razón que considero de mayor utilidad el centrarnos en un caso específico, como es el conocido caso de RJR Nabisco, para poder desentrañar detalladamente los distintos elementos y resultados del caso. En añadido, este caso ha sido uno de los grandes precedentes en la Historia de los LBO debido al inesperado giro de los resultados y debido al hostil proceso de oferta, dando lugar a un final no muy positivo. Existen trabajos, como el de URQUIJO (1995), o incluso libro, como el famoso *Barbarians at the gate* (BURROUGH y HELYAR, 2003), pero todos ellos se centran en el plano “narrativo” haciendo una descripción de los intensos debates y pujas en el proceso de oferta; pero ninguno entra a meterse de forma detallada en el aspecto financiero del establecimiento del precio y endeudamiento, ni tampoco en las razones operativas y financieras por las que se llegaron a obtener unos rendimientos tan bajos. Esto último queda a objeto de nuestro estudio.

Desde un punto de vista personal, la razón de elaborar esta investigación tiene el fin de servirme de apoyo en un futuro. Actualmente, me encuentro ligada profesionalmente al mundo de las finanzas, específicamente a la banca de inversión. Sin embargo, en un futuro próximo me planteo pasar a formar parte de una firma de capital riesgo. Es por ello que uno de mis objetivos personales es comenzar a familiarizarme con los conceptos y procesos con los que llegaré a encontrarme de forma frecuente en mi trabajo profesional, si la suerte resulta estar de mi parte.

1.3. Objetivos de la investigación

A lo largo de este trabajo de investigación nos centraremos por tanto en las teorías que existen alrededor de los LBOs y las firmas de Private Equity, centrándonos en el caso de RJR Nabisco e intentando hacer frente a los problemas antes citados y esclarecer las razones por las que se obtuvieron los rendimientos a los que se llegó. Para ello, se articulará la investigación en torno a los siguientes tres objetivos:

- El primer objetivo consiste en analizar las características de la empresa objetivo RJR Nabisco en el momento previo a su privatización mediante la adquisición de KKR, centrándonos particularmente en la evolución de sus flujos de caja, necesidades de inversión y situación previa de endeudamiento. A través de este estudio deseamos esclarecer si RJR Nabisco era, desde un principio, un buen candidato para un LBO; así como analizar si el hecho de que una empresa cumpla con todas las características del candidato ideal asegura el éxito de la operación.
- El segundo objetivo de nuestro estudio será analizar el precio ofrecido y endeudamiento utilizados en la operación con el fin de aclarar si este fue excesivo o no, así como intentar relacionar tal resultado con el estado de los mercados de crédito. Para ello, haremos una valoración de la empresa y simularemos el LBO de RJR Nabisco, con el fin de poder analizar si el diseño de la operación era adecuada para hacer frente al pago de los intereses de la deuda.
- En tercer y último lugar, nuestro último objetivo será estudiar los rendimientos obtenidos por la firma de PE, KKR, haciendo énfasis en las actuaciones que llevaron a cabo tras la adquisición de RJR Nabisco. En relación con este objetivo intentaremos deducir si tales rendimientos fueron resultado de dichas actuaciones o de si fue consecuencia de un LBO mal planteado desde el comienzo.

1.4. Metodología

Con el fin de cumplir con los objetivos, se utilizarán los siguientes tipos de metodología:

Esta investigación comenzaremos enmarcándola en un estudio de la teoría general de los LBO: ¿cómo se llevan a cabo? ¿Cómo se encuadran dentro de los métodos de valoración? ¿Cuáles son los elementos clave en el proceso de valoración? Con este fin, realizaremos una revisión doctrinal de la literatura: libros, manuales, artículos de revistas, artículos científicos y presentaciones sobre valoración de empresas y los LBO. Sobre este tema existe una extensa literatura, lo que nos permitirá obtener una ideal global acerca del funcionamiento de estas operaciones y de las firmas de Private Equity.

En segundo lugar, se aplicará una metodología científica como es la del estudio y análisis de un caso en particular: la adquisición apalancada de RJR Nabisco. De acuerdo con CASTRO (2010), el estudio de casos particulares se ha convertido en un sistema metodológico de gran calado en el ámbito de la administración de empresas, puesto que nos ofrece respuestas concretas en un escenario dado. De ahí que pueda descartarse la crítica de aquellos defensores de una metodología de corte estrictamente cuantitativo, ya que con las conclusiones obtenidas del caso no se permite llegar a una generalización universal de las conclusiones. Al contrario, en nuestro caso, intentaremos aplicar teorías generales al caso concreto, para así poder llegar a unas conclusiones particulares; esto es, tras analizar la teoría y nuestro caso en particular, llevaremos a cabo una contrastación empírica.

Con este fin, comenzaremos con un trabajo de campo centrado en el escenario que nos concierne. A través del análisis de informes de bróker y cuentas anuales de la empresa, así como a través del estudio de artículos científicos y manuales elaborados por profesionales que estudian el caso en parte, intentaremos reconstruir el proceso de adquisición y la posterior evolución financiera de la empresa, desgajando sus distintos elementos: las características de la empresa, la evolución previa a su adquisición, el estado de los mercados de deuda y el proceso de oferta.

En segundo lugar, dentro del análisis del caso, utilizaremos herramientas de tipo cuantitativo para llevar a cabo las siguientes acciones:

- El cálculo de los crecimientos esperados por la firma de capital riesgo KKR
- Una valoración propia de la empresa, con el fin de contrastarla con la elaborada por la firma de capital riesgo que adquirió RJR Nabisco.
- La construcción de un modelo propio de adquisición apalancada (LBO), con el fin de entender los problemas que se tuvieron en el repago de la deuda y de esclarecer si la operación estaba bien o no formulada desde un primer momento: para ello hemos hecho una estimación de las fuentes de deuda y una serie de proyecciones (basadas en las realizadas por KKR), con el fin de elaborar un calendario de amortización y de calcular los flujos de caja anuales disponibles para el repago de la

deuda, así como con el fin de calcular el potencial rendimiento que se podía obtener con la operación.

- Un análisis cuantitativo de las cuentas anuales de RJR Nabisco en los años posteriores a la operación con el fin de entender su evolución financiera y operacional, haciendo énfasis en las necesidades de refinanciación a las que tuvo que hacer frente la empresa.
- Un análisis de la TIR final obtenida y de las razones por las cuales no se obtuvo un rendimiento posterior mayor.

Como apoyo, acudiremos a datos históricos de mercado con el fin de obtener información acerca de los tipos de interés, coste de la deuda y de los fondos propios, etc. También acudiremos a informes elaborados por KKR y otros autores como soporte para realizar las proyecciones en la valoración de RJR Nabisco.

Para finalizar, el proceso a través del cual se estudia el caso en este trabajo es a través de un sistema de carácter deductivo, ya que comenzaremos exponiendo teorías generales expuestas por autores para, posteriormente y a través del estudio de la operación de RJR Nabisco y de la contrastación empírica, ver si estas se aplican o no a nuestro caso particular.

1.5. Estructura del trabajo

El trabajo se organizará en torno a la siguiente estructura:

En la primera parte (Sección II), se expondrá una teoría general acerca de las operaciones de LBO, analizando en particular los siguientes aspectos: definición y concepto, desarrollo histórico y tendencias, tipos de LBO, características del candidato ideal y estructuración de la operación. Finalizaremos tal apartado haciendo una breve mención a las firmas de Private Equity, analizando sus tendencias históricas y su forma de funcionamiento.

En la segunda parte (Sección III), pasaremos a centrarnos en nuestro caso. Este estudio se subdividirá en cuatro partes. La primera tratará de una breve introducción histórica a la empresa y al caso. La segunda consistirá en el estudio de las características de la empresa objetivo previas al momento de la operación, centrándonos en nuestro primer objetivo de

averiguar si RJR Nabisco era o no un buen candidato desde el comienzo. En tercer lugar pasaremos a realizar un análisis del precio y de la deuda utilizados en la operación, para lo cual realizaremos una valoración de la empresa así como construiremos un modelo de LBO intentando simular la conocida operación. En este apartado, intentaremos relacionar tales elementos con los mercados de crédito existentes en el momento. En cuarto y último lugar, pasaremos a analizar los rendimientos obtenidos por KKR en la operación, relacionándolos con la actuación de esta en los momentos posteriores al LBO, todo con la finalidad de intentar desgajar si fueron resultado de una mala actuación de KKR o del planteamiento erróneo inicial de la operación (objetivo 3).

En la última Sección pasaremos a recoger las conclusiones finales de la investigación, respondiendo a nuestros objetivos iniciales. También incluiremos un pequeño apartado abriendo nuevos campos para futuros campos de investigación.

Finalmente, cerraremos nuestro estudio con un índice de referencias bibliográficas, seguido de un anexo de tablas (en el cual se incluirán los datos históricos de RJR Nabisco, modelos de valoración y nuestro modelo LBO, entre otros), así como de un anexo con cuentas anuales oficiales e informes de bróker utilizados como apoyo en nuestro trabajo.

Sección II:
Marco teórico

2. REVISIÓN TEÓRICA DE LA CUESTIÓN

2.1. Definición general de un LBO como método de valoración y tipo de adquisición

El llamado *Leveraged Buyout* (en adelante LBO) es un tipo de adquisición de empresas, utilizado por un diverso conjunto de entidades, incluyendo la dirección de la empresa o grupos externos, como podrían ser corporaciones, fondos de inversión (entre ellos las firmas de Private Equity), u otros individuos. La intención final de esta operación es la de la creación de valor a través de la posterior desinversión de la empresa objetivo o *target*. La peculiaridad de los LBO de acuerdo con FERNÁNDEZ (1997) reside en que dicha adquisición está financiada principalmente por deuda (de ahí que la operación se adjetive con el vocablo *leveraged*, que traducido al español significa *apalancamiento*), la cual se persigue que sea saldada a partir de la actividad empresarial de la empresa adquirida y de la obtención de flujos de caja suficientes para cubrir dicha deuda. El endeudamiento, tras la adquisición, suele alcanzar un ratio de entre 4 y 6x EBITDA¹ en la empresa objetivo. Se podría decir, por tanto, que es la propia empresa objetivo la que financia mayormente la operación, puesto que las deudas contraídas pasan a formar parte de su pasivo exigible. De acuerdo con la misma autora, dicha deuda es asegurada en base a los activos de la empresa adquirida y capacidad de generación de flujos de caja, y no solo por la capacidad crediticia del comprador. Finalmente, siguiendo a MARTÍN BERZAL (1999), la razón de su realización suele ser la existencia de un margen entre el valor de mercado de la *target* y su valor real, de forma que el comprador puede ofrecer a los accionistas una prima considerable sobre el valor del mercado a la hora de la adquisición.

2.2. Desarrollo histórico: tendencias

a) Los orígenes y el boom de los 70 y 80

Aunque populares desde la época de los 80, las operaciones apalancadas en las que empresas cotizadas pasan a no cotizar existen desde mucho antes (GAUGHAN, 2010). Uno

¹ *Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*: Beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones.

de los primeros grandes ejemplos fue la salida de Bolsa de Ford Motors en 1919 (SMITH, 1990). Henry Ford, el cual poseía una opinión divergente con la mayoría de accionistas acerca de las políticas básicas de la empresa, pidió prestado lo que se considera una cantidad astronómica de dinero en aquella época para conseguir adquirir y sacar su empresa de cotización: de los \$106 millones por los que adquirió la compañía, 75 millones fueron prestados de un conglomerado de bancos.

Debido a la situación alcista del mercado a finales de los 60, muchas empresas privadas decidieron aprovechar el gran impulso del mercado y el elevado precio de las acciones para salir a Bolsa. En los 70, el mercado de valores dio un cambio y entró en una etapa bajista, por lo que el precio de las empresas descendió de forma dramática: en 1974 el *Price-Earnings ratio* (P/E) tenía un valor de 6 que, según GAUGHAN se considera bastante bajo. Ante esta situación, los directivos de las empresas que salieron a Bolsa en los 60 decidieron recomprar sus empresas y sacarlas de Bolsa. También se dio el caso de grandes conglomerados que se habían formado durante los 60 que procedieron a la secesión de determinadas unidades. Este panorama favoreció la aparición de las primeras firmas de Private Equity, como Kohlberg Kravis & Roberts (1976), Thomas Lee Partners (1974) y Forstmann Little (1978).

b) Crisis de la segunda mitad de los 80 y comienzos de los 90

A mediados de los 80 el tamaño de las operaciones comenzó a crecer, de forma que se pasó de un tamaño medio de \$39,42 millones en 1981 a \$137,45 millones (el valor total de los LBO en este año representaba el 7% de las transacciones pero el 21,3% del valor total). Sin embargo, en 1988 y los 90, el mercado de LBO descendió de forma drástica, debido a la crisis de los bonos basura. De acuerdo con los hermanos SANTANDREU (2006), muchos “tiburones financieros” se aprovecharon de estas operaciones, endeudándose a través de la emisión de bonos de alto riesgo pero elevada rentabilidad; sin embargo, muchas resultaron en desastre, al no poder cobrar muchos de ellos ni su inversión inicial.

c) La recuperación de comienzos del siglo 21

En 1999 el número de transacciones creció más de un 50% sobre las cifras de 1998, aumentando el número también en el año 2000. En los años 2001 y 2002 el número y valor decreció debido a la recesión existente pero volvió a aumentar de forma astronómica desde 2004 hasta 2007. Según GAUGHAN (2010) ello se debió a la combinación de una economía fuerte, un mercado de valores creciente, la burbuja inmobiliaria, unos tipos de interés relativamente bajos que hacían de la deuda una forma de financiación barata, y una alta accesibilidad a los mercados de capital y deuda. En esta época, como veremos más adelante, las firmas de Private Equity desempeñaron un rol esencial.

d) La crisis financiera

Estos años de oro llegaron a un rápido final con la crisis *subprime* y la recesión mundial de 2008. Aunque los tipos de interés se mantuvieron bajos a razón de las políticas monetarias de los Bancos Centrales, la disponibilidad del crédito alcanzó unos niveles mínimos.

2.3. Tipos de LBOs

Los distintos autores, como MARTÍN (1999), FERNÁNDEZ (1997) o los hermanos SANTANDREU (2006) distinguen diversos tipos de LBO en cuanto a diferentes criterios. En resumen, podemos encontrar las distintas divisiones y tipos

a) Por objeto de adquisición: acciones v. activos

El LBO puede realizarse, de acuerdo con FERNÁNDEZ (1997), bien adquiriendo las acciones de la target, bien adquiriendo sus activos; dependiendo la decisión de razones de carácter fiscal o razones relacionadas con la velocidad de amortización de los activos. Así, por ejemplo, en aquellos casos en los que el valor contable sea superior al precio de adquisición, el LBO por acciones parece mejor puesto que así se podrá seguir amortizando los activos por el valor contable. En caso contrario, es más aconsejable la adquisición de activos para poder revalorizarlos y obtener así una mayor amortización.

b) LBO, MBO, MBI, BIMBO, LEBO

El LBO, de forma general, se basa en la adquisición de una empresa financiada en su mayor parte por deuda, que se garantiza bien con los activos de la empresa objetivo, bien con los flujos de caja (o *cash flow*) proyectados (MARTÍN, 1999).

En aquellos casos en los que la adquisición la realizan los directivos de la empresa se denominan *Management Buyout* (MBO); cuando se trata de un equipo directivo ajeno pero con experiencia en el sector, hablamos de *Management Buy-in* (MBI); el BIMBO (*Buy-in Management Buy-out*), por su parte, se consideraría un híbrido de los dos anteriores. Finalmente, si los compradores son los empleados de la empresa se denomina *Leveraged Employee Buy-out* (LEBO).

De estos tipos, de acuerdo con GAUGHAN (2010), los MBOs han resultado estar en uso creciente debido al mayor acceso a información interna por parte del grupo directivo comprador. El equipo existente en la empresa, el cual suele ser considerado como de mayor calidad por su mayor conocimiento de la entidad, suele garantizar mayores probabilidades de éxito. Sin embargo, nos recuerda que hay que tener en cuenta que, al estar más vinculados a la actual estructura de la empresa, pueden verse desincentivados a intentar introducir nuevos cambios.

c) Amistosos y hostiles

FERNÁNDEZ hace una última clasificación, distinguiendo entre aquellos LBOs en los que la operación se realiza con carácter privado y con acuerdo de la propiedad de la sociedad cedida (*LBO amistoso*) y aquellos en los que no todos los accionistas desean ceder su cuota, denominado *LBO hostil*. Muchas veces son los propios directivos los que se oponen, quienes suelen responder con la contrapropuesta del MBO.

2.4. Características del candidato ideal

Compilando las ideas expresadas por MARTÍN (1999), FERNÁNDEZ (1997) y GAUGHAN (2010), podemos enunciar las siguientes como características que ha de poseer un potencial *target* para asegurarnos que la empresa seguirá adelante y no caerá en bancarrota.

- 1) **Estabilidad de los flujos de caja:** hemos de considerar que un LBO se apoya en una gran cantidad de deuda, por lo que es vital que la entidad pueda mantenerse en el tiempo. Relacionado con este aspecto, es importante la variabilidad de los flujos, ya que aunque de media los flujos de caja sean capaces de cubrir las deudas, una elevada varianza puede detraer a los prestamistas de participar en la operación. Un ejemplo claro es el de *Southland Corporation* en 1987 que, tras un LBO de \$4.9 mil millones entró en bancarrota por destinar una parte de sus flujos de caja a activos inmobiliarios no vitales en vez de al repago de deuda. La mayor o menor seguridad de pago influirá posteriormente en la prima pagada (LEHN Y POULSEN, 1989; GAUGHAN, 2010).
- 2) **Elevada capacidad de endeudamiento,** lo cual supone la existencia de niveles mínimos de deuda en el momento pre-LBO.
- 3) **Madurez de la empresa** (crecimiento moderado): una empresa con productos maduros no requiere de fuertes inversiones en tecnología punta o capital fijo destinado a la expansión, lo cual asegura que una mayor parte de los flujos serán destinados al repago de la deuda. Además, este tipo de empresas suelen ser más resistentes en caso de recesiones económicas, lo cual reduce el riesgo de bancarrota.
- 4) **Experiencia de la dirección:** generalmente, los prestamistas tendrán una mayor seguridad si la dirección ha tenido experiencia previa en la industria, seguridad que será mayor si los directivos llevan en la firma durante un determinado periodo de tiempo. Sin embargo, debido a la mayor presión que supone la existencia de estar sometidos a un calendario de amortización de deuda muy estricto, en caso de que la dirección originaria de la empresa esté anclada en sus estrategias habituales y sea incapaz de introducir cambios innovadores para hacer frente a tal deuda, podríamos encontrarnos ante una potencial situación de impago.
- 5) **Capacidad para reducir costes:** es necesario que la empresa sea capaz de relajar las adicionales presiones financieras, recortando costes (ya sea por

reestructuraciones, CAPEX², etc.), siempre sin que ello afecte de forma negativa al normal funcionamiento de la empresa. Por ejemplo, no serían recomendables costes en I+D+i. Esta capacidad suele ser menor en empresas de tecnología punta, las cuáles suelen requerir de posteriores inversiones (véase el caso de Tracor, compañía de tecnología punta que entró en bancarrota tras su LBO en 1987)

2.5. Estructuración de un LBO

Siguiendo a MARTÍN BERZAL (1999), lo primero que se ha de hacer a la hora de diseñar un LBO es calcular la cantidad de deuda a la que el fondo puede acceder para financiar la operación. Seguidamente, se procede a calcular el valor actual de la empresa. Con estos dos datos, los compradores puedan saber la prima que se permiten pagar. El método de calcular puede variar: por múltiplos, el descuento de flujos de caja (DCF o *Discounted Cash Flow*) al coste medio ponderado de capital, o el *Adjusted Present Value*, el cual calcula el valor a partir del valor presente de la empresa íntegramente financiada con recursos propios más el valor de los ahorros fiscales por intereses de deuda.

Determinado el precio de compra, hay que atender a los niveles de deuda que se asumirán, los cuales dependen de factores como la estabilidad de los flujos de caja, o la existencia de activos suficientes para garantizar tal deuda. La deuda en este tipo de operaciones suele ser de un 90% (siendo el resto capital o “*equity*”), siendo la deuda principal el 65% y el resto deuda de entresuelo (sin embargo, después de la crisis de los bonos basura de finales de los 80 y principios de los 90, los niveles actuales de deuda alcanzan niveles mucho más moderados). Por tanto, podríamos distinguir los siguientes niveles de financiación (FERNÁNDEZ, 1997):

- **Financiación crediticia (“*senior debt*”)**: es la más segura, al estar garantizada. Suele tener una duración de 5 a 10 años y estar compuesta por un “*revolving credit*” o línea de crédito y un préstamo a plazo.

² *Capital Expenditures*: inversiones en inmovilizado.

- **Financiación mezzanine o “junior debt”**: también llamada de entresuelo, es más arriesgada, aunque por ello suele comportar mayores beneficios, con elevados intereses fijos o flotantes (1 a 3% sobre el LIBOR). Este tipo de financiación suele venir acompañada de acciones convertibles en preferentes o “warrants” para adquirir acciones de la empresa objetivo. Dentro de este grupo se encuentran los conocidos “junk bonds” de alto riesgo.
- **“Equity”**: las aportaciones que asumen el mayor riesgo
- **Otros tipos de financiación**, como el *factoring*, o la venta de inmuebles.

2.6. Las firmas de Private Equity. Aproximación teórica

De acuerdo con el INSTITUTO DE EMPRESA (2004) los fondos de *Private Equity* suponen el compromiso de varios inversores institucionales de entregar una determinada cantidad de dinero a unos gestores durante un determinado periodo de tiempo. Las firmas de capital riesgo³ serían por tanto aquellas encargadas de la gestión de dichos fondos. El objetivo de dichas firmas es la inversión en determinadas empresas, ya sea maduras (a través del LBO) o *start ups* (mediante operaciones de *venture capital*) con el fin de que, pasado un tiempo (de 3 a 5 años en los casos de LBO y de 5 a 7 en los casos de *venture capital*) obtengan un rendimiento para poder entregar a los inversores. Cuando la empresa es pública, la firma de PE acuerda el pago de una prima que, de acuerdo con KAPLAN y STRÖMBERG (2008), suele ser de entre el 15 y 50% sobre el precio de mercado.

Una de las principales características de este tipo de firmas, de acuerdo con los autores anteriores, es que gozan de ciertas ventajas en relación con el acceso al mercado de deuda: no solo disfrutan de mayor cantidad de información (información asimétrica), sino que además tienen un mayor acceso a los prestamistas debido a su reputación en el mercado. Estas características son las que permiten que en las operaciones de LBO lleguen a endeudamientos de entre el 60 y 90%, lo cual, en principio, debería de dar lugar a un mayor

³ En España, el término capital riesgo engloba tanto *Private Equity*, más centrado en empresas maduras; como *Venture Capital*, el cual se centra en start-ups y nuevos sectores que se encuentran en fuerte crecimiento. En nuestro estudio, al referirnos al término capital riesgo, nos estaremos refiriendo al primer grupo, pues es al cual pertenece KKR (la firma de nuestro caso).

retorno que en el caso de empresas públicas análogas u operaciones de este tipo no cubiertas por firmas de PE. Este punto será objeto de estudio más adelante en nuestro trabajo.

En cuanto al porcentaje restante necesario para cubrir el precio de adquisición, la firma acude a los fondos de sus inversores. El nuevo equipo directivo de la empresa también suele contribuir al nuevo activo (es más, esto es altamente recomendable que así se verán más presionados a actuar de forma eficiente) (FERNÁNDEZ, 1997), aunque su porcentaje sobre el total suele ser mínimo.

La actividad de las firmas de Private Equity ha seguido varias oleadas, de acuerdo con KAPLAN y STRÖMBERG (2008): la primera acompañó a la primera gran oleada de LBOs en los años 80, alcanzando un máximo en 1988 (año en el que se produjo la adquisición de RJR Nabisco por KKR), para después recaer tras 1988 con la crisis de los bonos basura (las operaciones de LBO pasaron a representar solo un 10% del valor total de las transacciones realizadas por las firmas de Private Equity. En la segunda mitad de los 90 la actividad volvió a emerger, alcanzando un máximo en 1998 y volviendo a caer a comienzos del siglo XX. La última gran oleada comenzó en 2003, alcanzando niveles históricos en 2006. Como vemos, parece ser que la actividad de las firmas de *Private Equity* tiene un carácter bastante cíclico. Sobre este tema tratará nuestra segunda hipótesis en el trabajo: sobre la influencia de los mercados crediticios en la actividad y en el endeudamiento asumido por las firmas de capital riesgo.

Sección III: El caso RJR Nabisco

3. STUDY CASE: RJR NABISCO. INTRODUCCIÓN HISTÓRICA DE LA OPERACIÓN

RJR Nabisco (en adelante RJR) era un conglomerado americano de empresas creado en 1985 por la fusión entre RJR (tabaco) y Nabisco (alimentación), con el fin de hacer frente a la feroz competencia de otros gigantes de la industria del consumo: Nestlé, Beatrice y Unilever (URQUIJO, 1995). Sin embargo, las empresas componentes eran mucho más antiguas, habiendo sido fundada RJR en 1875 y remontándose los orígenes de Nabisco a 1792. En el ámbito del tabaco, RJR fue pionera en la industria (MICHEL y SHAKED, 1991), al anticipar la creciente demanda que tendría el tabaco e introduciendo conocidas marcas como Camel. Siguiendo la historia elaborada por *The New York Times* (1988), así como la novela de BURROUGH y HELYAR (2003), *Barbarians at the gate*, el 20 de octubre de 1988, cuando la acción cotizaba en \$56, un grupo inversor dirigido por F. Ross Johnson (CEO de Nabisco), en colaboración con la firma de Wall Street Shearson Lehman Hutton, propuso un LBO por \$17.000 millones (o por \$75 la acción). El día posterior al anuncio el precio de la acción había llegado a los \$77, una subida de más de 21 puntos. Ese mismo mes (el 25 de octubre) la firma de *Private Equity* Kohlberg, Kravis, Roberts & Company (KKR) entró en el juego con una oferta de \$20.430 millones. A lo largo de los siguientes meses, nuevos postores fueron apareciendo, dando lugar a unos de los procesos de oferta más complejos y hostiles de la historia, así como a la subida continuada del precio de la acción de RJR. La estrategia de KKR era clara: conseguir el apoyo de todo asesor estratégico posible para dejar al desnudo al resto de postores. Así, consiguió el apoyo de Morgan Stanley, Burnham Lambert, Merrill Lynch y Wasserstein Perella; dejando al grupo directivo con el único apoyo de Salomon Brothers. Durante todo el proceso la acción se colocó a un valor de aproximadamente \$91. Finalmente, el 30 de Noviembre, KKR clamó victoria con su oferta de \$24.880 millones o \$109 por acción. Añadiendo a esta cifra la cantidad de deuda asumida (\$5.500 millones) y las tasas (los bancos de inversión y prestamista ganaron en la operación más de \$1.000 millones en concepto de tasas exclusivamente), el valor de la transacción alcanzó más de \$31.500 millones (MIKE MARTINEZ, 2008).

De acuerdo con BRIGHAM y EHRHARDT (2008), la historia de RJR Nabisco es la típica historia de un LBO, en la cual una compañía en Bolsa es excluida de cotización a través de, como veremos a continuación, una transacción altamente apalancada; posteriormente, la deuda de alto riesgo (bonos basura), es reducida a través de la venta de activos. Finalmente, la empresa vuelve a salir a bolsa para conseguir efectivo. Sin embargo, esta transacción no acabó con unos rendimientos muy altos: cuando KKR vendió su última porción de acciones en 1995, su beneficio final fue de unos \$60 millones, sobre una inversión total de aproximadamente \$3.100 millones (un escaso 2% frente al 20% que se suele esperar de este tipo de operaciones). Podría decirse por tanto que KKR pagó casi el total, sino toda, la creación de valor a los accionistas públicos de RJR Nabisco.

¿Por qué una operación que tuvo tanta expectación a lo largo del proceso de oferta acabó devolviendo un rendimiento tan bajo a una de las mayores firmas de *Private Equity* del momento, experta en este tipo de operaciones? ¿Era RJR Nabisco un buen candidato desde el principio? ¿Fueron los bajos rendimientos resultado de un sobreendeudamiento de KKR? En tal caso, y siguiendo las teorías expuestas anteriormente ¿podría decirse que la estructura financiera estuvo influida por los mercados de capital de aquel momento? Finalmente, se supone que las firmas de capital riesgo son unas entidades que consiguen obtener mejores resultados y de crear valor a través de servicios adicionales, en tanto que debido a su conocimiento de los mercados de deuda y de las empresas que generalmente intervienen, obtienen unos rendimientos muy superiores a la media (entre el 20 y 30%). Sin embargo, este no fue el caso ¿es esto reflejo de que las firmas de PE no son siempre más efectivas? ¿Cuáles fueron las causas (no tanto desde el punto de vista del endeudamiento, sino más bien desde el punto de vista operativo) para que KKR obtuviera un rendimiento tan bajo?

4. RJR NABISCO COMO POTENCIAL CANDIDATO

Como ya adelantamos en la parte introductoria del trabajo, y de acuerdo con MARTÍN (1999), FERNÁNDEZ (1997) y GAUGHAN (2010), existen una serie de características

que hacen de una empresa objetivo un candidato ideal para un LBO. Recordando las características anteriormente citadas, estas eran:

1. Estabilidad de los flujos de caja
2. Madurez de la empresa
3. Moderada necesidad de inversiones adicionales para crecer.
4. Elevada capacidad de endeudamiento
5. Capacidad para reducir costes
6. Experiencia de la dirección

Como acabamos también de mencionar en la introducción acerca de la adquisición de RJR Nabisco por KKR, los rendimientos obtenidos por la firma de Private Equity fueron asombrosamente bajos. Esto nos lleva a plantearnos la pregunta de si la razón de ello fue que, desde un principio, RJR Nabisco no cumplía con el perfil adecuado para convertirse en objetivo de una compra apalancada.

En primer lugar, si analizamos la Tabla I del Anexo, con los datos financieros clave previos a la elaboración del LBO y recopilados por GOSH (2010), podremos ver que las ventas de tabaco (las cuales suponen un 42% del total, aunque su margen operativo representa el 61% del total) habían tenido un crecimiento bastante estable de entorno al 9%. Por la parte de la industria alimentaria (la cual representa el 58% de las ventas pero el 39% del beneficio operativo), esta experimentó un fuerte crecimiento tras el año de la fusión en 1986 para después volver a estabilizarse en torno al 3%. Como vemos, el nivel de ventas mantuvo un crecimiento positivo en los años previos al LBO, sin verse afectado por los ciclos económicos. Además, la parte tabacalera, la cual aportaba los mayores beneficios, era la que tenía el mayor y más constante crecimiento. Por otro lado, el EBIT⁴ se había mantenido bastante constante en torno a un 15%. En añadido, la beta no apalancada de la compañía (que relaciona el riesgo inherente a la empresa –considerada enteramente sin deuda- con el riesgo de mercado) era de 0,69 (MICHEL y SHAKED, 1991), lo cual suponía que la empresa era bastante insensible a las fluctuaciones de mercado. Esta existencia de flujos constantes y crecientes es vital para ser considerado candidato para un LBO, ya que

⁴ *Earnings Before Interests and Taxes*: beneficios antes de intereses e impuestos.

representa mayores posibilidades de repago de la deuda que se asumirá. Además, el hecho de que el crecimiento sea moderado es un atributo positivo porque significa que no serán necesarias fuertes inversiones de crecimiento, desviando la caja a unos fines distintos del repago de la deuda.

Otra garantía de que no se iban a necesitar inversiones importantes tras el LBO es la madurez del sector (alimentación y tabaco) y que, a pesar de haberse creado a partir de una fusión en 1985, las empresas originales encuentran sus raíces muchos años atrás, por lo que la empresa objetivo en sí también se encontraba en una etapa de madurez.

En tercer lugar, y si nos volvemos a fijar en la Tabla I, los niveles de inversión en capital o CAPEX (*Capital Expenditures*) eran bajos. Así, tras la fusión entre RJR y NABISCO (operación que suele dar lugar generalmente a elevados gastos de inversión debido a posibles reestructuraciones), los niveles de CAPEX no superaron el 7,5% de media (porcentaje medido sobre las ventas totales del año anterior) de media. En este aspecto, la empresa se veía favorecida por no estar incluida dentro del sector de tecnología punta, sector que (debido a la constante innovación en la que se ve involucrada) requiere de enormes inversiones en los años posteriores al LBO

En cuarto lugar, los niveles de deuda a largo plazo rondaban en torno al 32%, un nivel bajo que, junto con el bajo valor de la beta no apalancada (que recordemos era de 0.69) daba margen para una profunda expansión de la deuda (considerando que en aquella época el endeudamiento post-LBO solía alcanzar niveles de entre el 80 y 90%).

En quinto lugar, y si atendemos a la Tabla II del Anexo, proporcionada por *The Wall Street Journal* (1988), RJR Nabisco tenía un valor de liquidación elevado que se podía dividir en distintas líneas de negocio. Esto es, RJR Nabisco disponía de gran cantidad de unidades de negocio divisibles con un elevado valor, de forma que un comprador podría plantearse la venta de alguna de las divisiones a partir de la venta de activos, y así conseguir caja para pagar parte de la deuda. Como vemos en el cuadro, el valor de la unidad de tabaco y de alimentación estaban en torno a figuras muy similares (entre los \$12.000 y \$13.000 millones); sin embargo, la división de comida se podía a su vez subdividir en diversas unidades. Específicamente en nuestro caso, durante el proceso de oferta, la dirección

manifestó su voluntad de vender el total del negocio de comida; mientras que KKR proponía el mantener la división de alimentación casi intacta, lo cual implicaba la posibilidad de la venta de activos de alguna de las unidades de negocio. Esta fue una de las principales razones por las que KKR consiguió ganar la puja, a pesar de no mantener luego su promesa.

Por último, el único defecto que podríamos percibir en los datos financieros de RJR Nabisco sería el valor decreciente tanto del ROE (*Return on Equity*) como del ROA (*Return on Assets*), los cuales habían descendido del 26,04% al 17,11%, y del 15,46% al 11,50%. Sin embargo, y como explicaremos más adelante al trabajar sobre nuestra tercera cuestión, si es cierto que las firmas de capital riesgo son entidades más eficientes y que tras un LBO consiguen introducir una serie de cambios de ingeniería financiera, corporativa y operacional, mejorando las actividades de la empresa y generando valor JENSEN (1989), este debería considerarse un problema solucionable.

Por tanto, y concluyendo el primer apartado de estudio de nuestro caso, a primera vista RJR Nabisco parecía un candidato potencial para un LBO. Sin embargo, y como ya hemos visto, los rendimientos no fueron tan altos como se esperaban, lo cual demuestra que no todo *target* con características ideales para este tipo de operaciones garantizan el éxito de estas. El obtener finalmente unos altos rendimientos ha de depender por tanto de otros factores.

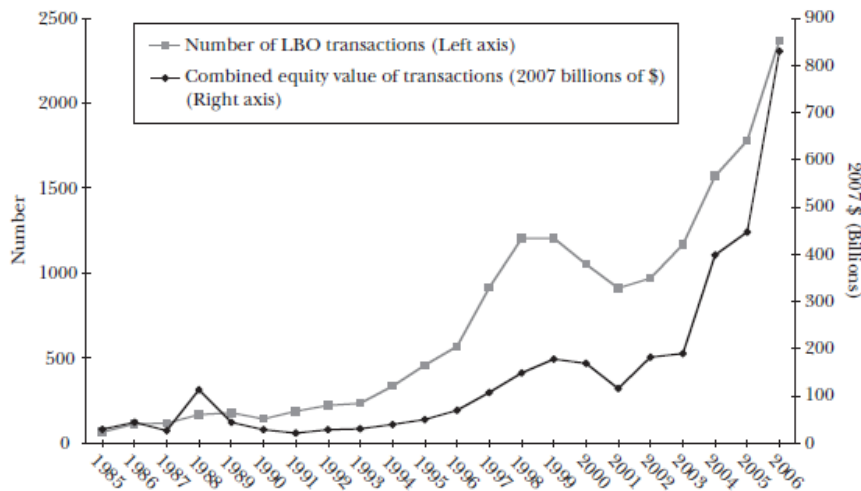
5. ANÁLISIS DEL PRECIO Y ENDEUDAMIENTO ASUMIDOS POR KKR

5.1. Aproximación teórica: la relación entre el endeudamiento y el precio, y los mercados de crédito

El segundo problema que nos planteamos en nuestro caso es si la firma KKR se sobre endeudó por encima de lo necesario al proceder al LBO de KKR y, en tal caso, conocer las razones que pudieron llevar a tal actuación. Para ello, hemos de comenzar conociendo cuáles son las distintas teorías defendidas por los estudiosos acerca de cuáles son los móviles principales del endeudamiento:

El ahorro impositivo es una de las principales razones que llevan al apalancamiento, puesto que sirve para suavizar la presión financiera. Sin embargo, esta no puede ser la única razón que explique el endeudamiento, puesto que como OPLER (1993) explica, durante la cuarta oleada de fusiones, las empresas asumieron una deuda que se consideró superior a la óptima de la empresa adquirida. ¿Cuál puede ser por tanto la razón que mueva el endeudamiento?

Global Private Equity Transaction Volume, 1985–2006



Sources: CapitalIQ, Strömberg (2008), authors' calculations.
Note: "LBO" is "leveraged buyout."

Ya discutimos en la introducción la existencia de una cierta ciclicidad en la actividad de las firmas de Private Equity (KAPLAN y STRÖMBERG, 2008), la cual se observa claramente en el gráfico. Dicho carácter cíclico podría estar relacionado con el estado de los mercados de deuda, los cuales pueden a su vez afectar la cantidad de deuda que las firmas de PE están dispuestas a asumir, llegando a veces a unos niveles excesivos que podrían reducir sus rendimientos sobre la inversión (AXELSON et al, 2013).

Una teoría que presentan KAPLAN y STRÖMBERG (2008), AXELSON et al. (2013) y BAKER Y WURGLER (2002) es que los inversores de PE se aprovechan de los fallos de mercados de deuda y capital y de las minusvaloraciones (*Teoría del market timing*). De esta forma, y partiendo de la idea de que las firmas de PE tienen una mayor habilidad para acceder a deuda barata, cuando el coste de la deuda es muy bajo comparado con el coste de

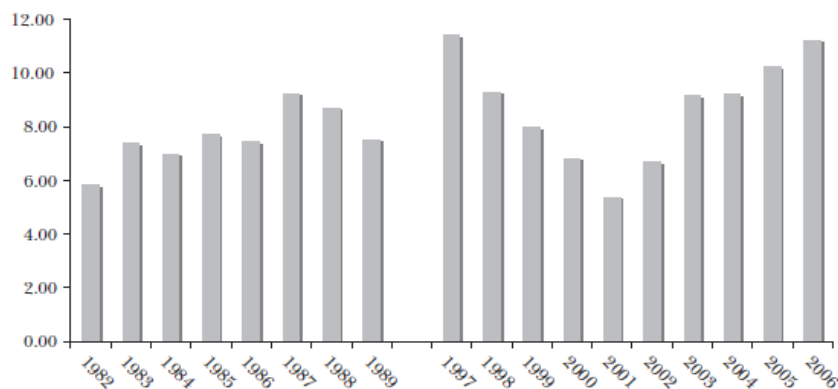
capital, las firmas de PE pueden arbitrar o beneficiarse de la diferencia: la cantidad de deuda atendería más al estado de los mercados de crédito en lugar de a las características de la forma. Si la firma de PE puede pedir prestado a un tipo inferior al riesgo, podrá crear valor para la firma. De aquí se deduce que, en principio, mayor número de transacciones se producirán en épocas en las que el mercado de la deuda flaquea.

Otra teoría, presentada por los ya citados AXELSON et al. es la llamada *Teoría de la Agencia*, la cual expone que existen conflictos de interés entre los inversores de un fondo y los dirigentes del mismo. Debido a que estos últimos tienen responsabilidad limitada, son propensos a asumir mayores riesgos y a sobre invertir. De esta forma, cuando los mercados de deuda son muy líquidos, o los tipos de interés son más bajos, los *General Partners* tenderán a invertir por encima del nivel necesario. Al contrario de la teoría anterior, esta teoría de la agencia añade que un sobreendeudamiento podría afectar a los inversores del fondo de *Private Equity*, por lo que un mayor endeudamiento daría lugar a un menor retorno (al contrario de lo que defiende la teoría general del endeudamiento, por la que un mayor apalancamiento suele dar lugar a un mayor rendimiento).

Por otro lado, ambas teorías defienden que el nivel de endeudamiento está relacionado estrechamente con el precio que el inversor está dispuesto a pagar, de forma que un mayor endeudamiento estaría asociado a un mayor precio de transacción, pagando los fondos un precio mayor al necesario cuando el acceso a la deuda es mayor. Así, KAPLAN y STRÖMBERG (1993) descubren que los precios (vistos como EV/EBITDA) fueron mayores durante cada oleada, como vemos en el siguiente gráfico:

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Enterprise Value to EBITDA in Large U.S. Public-to-Private Buyouts, 1982 to 2006
(“EBITDA,” a measure of cash flow, stands for earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)



Source: Kaplan and Seim (1993) and Guo, Hotchkiss, and Song (2007).

Note: The first private equity wave began in 1982 or 1983 and ended in 1989; the second began in 2003 or 2004 and ended in 2007.

Vemos por tanto que ambas teorías hacen referencia al estado de los mercados de deuda para explicar el endeudamiento en los procesos de LBO (aunque con distinto resultado). Esto supone que cuando el riesgo en el mercado es mayor, menor es el endeudamiento utilizado y viceversa, afectando finalmente al precio de la operación.

Vistas las teorías, hemos de pasar ahora a centrarnos en nuestro caso en particular.

5.2. La valoración de la empresa y el descuento de flujos de caja (DCF)

Para entender el porqué del precio pagado por KKR en la adquisición de RJR Nabisco, hemos de comenzar analizando la valoración que realizaron de la empresa. La Tabla IV muestra las proyecciones (que se extienden desde 1989 hasta 1998) realizadas por KKR a la hora de valorar RJR Nabisco (estas se han obtenido de unos estudios realizados tanto por MICHEL y SHAKED (1991) como por GOSH (2010)). Dichas proyecciones contemplaban los valores de los elementos clave, pero no los crecimientos implícitos, por lo que hemos ido analizando cada elemento, calculando el crecimiento inherente y el crecimiento global, con el fin de poder entender algo mejor los números conseguidos:

a) Ventas:

Si observamos los datos históricos, en los últimos 3 años, las ventas de tabaco crecieron a un promedio de 9.25% anual y a una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) de

9.2%; mientras que la división alimenticia creció a una media y a un CAGR de 3.5% en los dos últimos años (hemos tomado los dos últimos en vez de los tres para evitar el efecto del crecimiento del 45% tras la fusión entre RJR y Nabisco). Visto esto, KKR asumió un crecimiento en las ventas de tabaco del 8% anual aproximadamente, dando lugar a un CAGR de 8.3% y un crecimiento total del 122% en los 10 años de proyecciones. Este dato parecería conservador al ser inferior al CAGR histórico; sin embargo, hemos de comentar que un crecimiento de tal envergadura sostenido durante 10 años seguidos es poco realista, sobre todo si tenemos en cuenta los frecuentes litigios que existían en esa época en la industria tabacalera (MARTINEZ, 2008), lo que podía dar lugar a una disminución de ventas. Sin embargo, las exportaciones se esperaban que crecieran, compensando la posible caída de ventas nacionales. En cuanto a la alimentación, KKR proyectó un crecimiento de alrededor del 6%, el cual vemos que es superior a los datos históricos de Nabisco. Dicha proyección se basó en una empresa comparable, General Mills, también dedicada a la industria de alimentos y meriendas.

b) Margen operativo y EBIT

El margen operativo del tabaco había descendido de un 34% a un 27.2%. Sin embargo, KKR, en base a su estrategia consistente en recorte de costes, entre otras cosas, predijo que el margen operativo volvería a ascender a un 35% en 1998, creciendo a un CAGR de 12.2% como podemos observar en la Tabla anexa IV. En cuanto a la unidad de alimentos, el margen operativo había crecido de 8.9% a 12.3% en los últimos años, por lo que el crecimiento sostenido de un 11% en 1989 a 13% en 1998 podríamos decir que era realista. De esta forma, el margen operativo total ascendería de un 16.8% a un 23%, una mejora considerable que, teniendo en cuenta el crecimiento de ventas proyectado, supone un crecimiento del beneficio operativo de un 10.7% anual (CAGR).

A esta cifra habría que deducirle posteriormente los costes corporativos del holding, dándonos la cifra final del EBIT, del cual se esperaba (considerando todos los elementos anteriores) un crecimiento a lo largo de los 10 años a un CAGR del 11%, en comparación con el CAGR de 13.5% al que venía creciendo.

c) Depreciación y CAPEX

Analizando los datos históricos, la media del CAPEX sobre ventas era de un 7.41%. Sin embargo, de acuerdo con BURROUGH y HELYAR (2003), la estrategia de KKR era mantener intacta la división tabacalera y también mantener la mayor parte de la alimenticia, vendiendo solo determinados activos de alguna unidad menos rentable. Esta es la razón por la que podríamos explicar las previsiones decrecientes de CAPEX a lo largo de los 10 años de inversión. Así, si consideramos el CAPEX sobre las ventas del año anterior, veremos que el porcentaje desciende desde el 10.1% (el primer año es mayor, probablemente por las inversiones iniciales necesarias el primer año tras la compra) hasta el 2.3% (decrece 4.3% anualmente en términos de CAGR), cifra que, vistas las intenciones de no vender una gran cantidad de unidades de negocio y considerando sus perspectivas de alto crecimiento en ventas, puede que sea excesivamente positiva.

En cuanto a la depreciación y amortización, vemos que el ritmo de amortización se va acelerando con los años de forma que, visto como porcentaje sobre el CAPEX del año anterior, llega a niveles del 114%. Esto es resultado de una minoración del CAPEX de crecimiento, dejándose un mínimo de CAPEX de mantenimiento de forma que, a largo plazo, la amortización acaba por igualar al CAPEX.

d) Necesidades Operativas de Financiación (NOF)

De forma general, una proyección de ventas crecientes suele venir acompañada de un mayor inventario y clientes, aunque también proveedores. Como vemos en la Tabla IV, el porcentaje de NOF sobre ventas se mantiene constante a niveles de 10.8% sobre ventas, lo cual indica que los tres factores crecen en proporciones iguales con el crecimiento de las ventas, dando lugar a un NOF (clientes + inventarios – proveedores) positivo y en crecimiento. Consecuentemente, la variación del NOF anual es positiva, lo que reduce el flujo de caja anual.

e) Impuestos

Por último, para obtener los flujos de caja anuales es necesario considerar los impuestos, los cuales KKR establece en torno al 35.5% anual, el cual se mantiene constante hasta el final del periodo de inversión.

f) Coste de capital (WACC)

Para calcular el coste de la deuda (el cual aparece como K_d en la tabla anexa), hemos de hacer una media ponderada de los tipos de interés correspondientes a cada fuente de financiación. Como vemos en la Tabla IV del anexo, la financiación utilizada en el LBO de RJR Nabisco fue altamente compleja, por lo que se han tenido que hacer estimaciones a la hora de calcular el coste medio de la deuda. MICHEL y SHAKED (1991) hacen una aproximación, la cual se detalla a continuación:

<i>Type of Debt</i>	<i>Amount* (millions)</i>	<i>Weight</i>	<i>Interest Rate (per cent)</i>
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.

Como observamos en la tabla, del cálculo resulta un coste de la deuda aproximado del 11,66% el cual, después de impuestos (ya que hay que considerar el escudo impositivo generado con el pago de intereses) resulta en un 7,52%.

En lo referente al tipo de los fondos propios (K_e), este la obtienen a partir del tipo libre de riesgo (7,20%), la prima de mercado (8%) y la beta apalancada después del LBO, la cual alcanza unos niveles llamativamente altos de 9,65 (recordemos que mide el riesgo de la empresa en comparación con el del mercado), cifra que es comprensible considerando que los niveles de deuda sobre fondos propios tras el LBO alcanzan el 20,15x.

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

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.

Por último, hemos de hacer referencia al tipo de las acciones preferentes (K_e pref.), el cual si nos fijamos en la Tabla V, con las fuentes de financiación, está aproximadamente en torno al 14,58%. Una vez tenemos estas cifras, hemos de ponderarlas con el peso de cada elemento sobre el total, dando lugar a un WACC final del 12,06%. A esta tasa descontaremos los flujos de caja obtenidos cada año, obteniendo su valor presente.

g) Valor residual

En base a publicaciones de KKR, MICHEL y SHAKED (1991) estiman que la tasa de crecimiento elegida por la firma de Private Equity ronda en torno al 3%. Ello da lugar a que el valor residual de la empresa ($\text{FCF año } 10 \cdot g / (\text{WACC} - g)$), de lugar a una cifra de \$55.420 millones el cual, en valor presente, da lugar a una cifra de \$17.749 millones.

h) Enterprise Value (EV), Equity Value y precio de la acción

La suma del valor presente de los flujos de caja y del valor residual resulta en un EV total de \$31.683 millones. Si a este le quitamos la deuda neta, que ronda en torno a los \$5.200 millones (\$6.288 millones de deuda total menos \$1.088 millones de caja), obtenemos un valor de los recursos propios de \$26.483 millones. Considerando que RJR Nabisco tiene un total de 223.520.000, el precio de la acción resultaría en torno a los \$118.

Por tanto, vistas las proyecciones hechas, las cuales eran bastante optimistas (puede que excesivamente), y ante un precio por acción de \$118, KKR podía permitirse el ofrecer una elevada prima por una acción que dos meses antes de que la empresa fuese adquirida por

RJR Nabisco rondaba en torno a los \$56. Esta podría considerarse por tanto como una de las razones por las que KKR acabó ofreciendo un valor de \$109, precio que, en comparación con los \$118 calculados, se considera buen negocio.

5.3. El leveraged buyout (LBO)

La Tabla VI del anexo muestra el modelo LBO creado a partir de la información recopilada acerca de la deuda asumida por KKR y en base a las proyecciones realizadas en el LBO. El objetivo de la creación del modelo era ayudarnos a entender mejor el precio y deuda asumidos por KKR al adquirir RJR Nabisco. Antes de nada, hemos de hacer algunas precisiones acerca de asunciones que hemos realizado para elaborar dicho modelo:

- Prima de adquisición: debido a que no tenemos acceso a la evolución del precio de la acción de RJR Nabisco anterior a la operación, no pudiendo sacar una media, hemos considerado como precio de la acción el existente al momento anterior al anuncio de Johnson de su intención de sacar de Bolsa a RJR. Si recordamos la historia contada al comienzo, la primera proposición provino de la dirección alrededor del 20 de octubre, liderada por Johnson, quien presentó una oferta de \$75 por acción. Esos días, la acción de RJR Nabisco cotizaba en torno a los \$56 (URQUIJO, 1995). Para evitar el efecto que tal declaración puede provocar en el precio, tomaremos como precio de referencia dichos \$56. Debido a que el proceso de puja fue muy largo y hostil (no fue hasta el 30 de Noviembre que se declaró a KKR como vencedora de la puja con una oferta final de \$109 por acción - *The New York Times*, 2 de Diciembre de 1988), el precio de la acción llegó a subir hasta niveles astronómicos (en torno a los \$91). Esto resulta, si tomamos ese precio de \$56 y los \$109 que finalmente ofertó KKR, en que la prima que llegó a pagar fue la de un 94,65 %, cifra espectacularmente alta.
- Deuda: en la Tabla V del Anexo podemos encontrar una recopilación de la estructura de financiación del LBO. Enumerando las fuentes de financiación que intervinieron en el proceso, nombramos: financiación a corto plazo para la compra de acciones de RJR Nabisco por KKR, dos tipos de financiación puente destinados a la refinanciación del préstamo a corto plazo, un crédito rotativo, una financiación

puente, deuda subordinada de clase I y deuda mezzanine (clase II), bonos senior convertibles, acciones preferentes y fondos propios de KKR. Como podemos observar se trata de una estructura altamente compleja, por lo que hemos tenido que hacer una serie de aproximaciones y simplificaciones. Para comenzar, hemos de recordar que el valor de la transacción de acuerdo con MARTINEZ (2008) superó los \$31.500 millones, pero si sumamos todas las fuentes de financiación, el valor supero los \$40.000 millones. Por esta razón hemos decidido excluir tanto las dos fuentes de refinanciación de la deuda a corto plazo, ya que se utilizarían más adelante y no en el momento de la compra; así como el valor de las acciones preferentes, ya que no es deuda que hay que repagar, sino que solo interesa a efectos de pago de dividendos. De esta forma conseguimos un valor total de \$32.619, Más cercano al arriba expuesto.

- Tipos de interés: por lo que respecta al tipo de interés medio encada tipo de financiación hemos atendido, por un lado, al cuadro expuesto anteriormente para calcular el coste de la deuda, el cual nos daba los intereses de determinadas fuentes. Una vez tenidos estos en cuenta, si el tipo de la deuda a corto plazo era 11,27% y en la Tabla IV aparece en forma de interés base + 2%, hemos deducida que el interés base sería 9,27%, el cual se utiliza para calcular el resto de tipos de interés.
- Calendario de amortización: a la hora de repagar la deuda y los intereses, hemos construido nuestro modelo de forma que el principal no se repague, haciendo frente únicamente al pago de los intereses devengados.
- Honorarios: leyendo distintas noticias de la prensa e informes se llega a valores muy distintos en lo que respecta a la cantidad que KKR se gastó en concepto de honorarios. Por esta razón y dado que casi todos coinciden en que el valor estaba en torno a los \$31.000-\$32.500 millones, hemos calculado estos como la diferencia entre el valor total de las fuentes de financiación seleccionadas menos el valor de los fondos propios (nº acciones x precio pagado), menos el valor de la deuda neta.
- Múltiplo de salida: generalmente, el objetivo de una firma de Private Equity es conseguir vender la empresa a un múltiplo igual al que la adquirió. Si consideramos el valor total de la transacción calculado para el LBO (\$32.619 millones), el

múltiplo EV/EBITDA sería de 9.13x. Sin embargo, debido a que este múltiplo es bastante alto e incluye el valor de los honorarios pagados en la adquisición, hemos excluido estos últimos, de forma que nuestro múltiplo de salida resulta en 8.3x.

- Rendimiento requerido (IRR): lo hemos establecido en un 25%, que es la media de lo que suelen pedir este tipo de instituciones en sus inversiones (MACABACUS, 2015).
- Propiedad de fondos propios en el momento de salida (%): la estrategia de KKR, como la de muchas firmas de *Private Equity* era sacar la empresa de cotización para después volverla a sacar a Bolsa. De acuerdo con *The Businessweek* (1995), cuando Goldman Sachs vendió la última porción de acciones de la compañía, esta solo ascendía a un 8%. Sin embargo, a la hora de construir el modelo inicial de LBO este se construye como si la empresa mantuviera la propiedad hasta el final (ya que en el comienzo no sabemos exactamente la forma gradual en la que la firma de PE irá sacando sus acciones a bolsa). Por esta razón, hemos fijado el porcentaje en 95% ya que generalmente la firmas de *Private Equity* entregan un 5% del valor a la dirección como incentivo para fomentar la buena marcha de la empresa.

Una vez discutidas las presunciones e hipótesis de las que hemos partido para elaborar el LBO, podemos pasar a comentarlo.

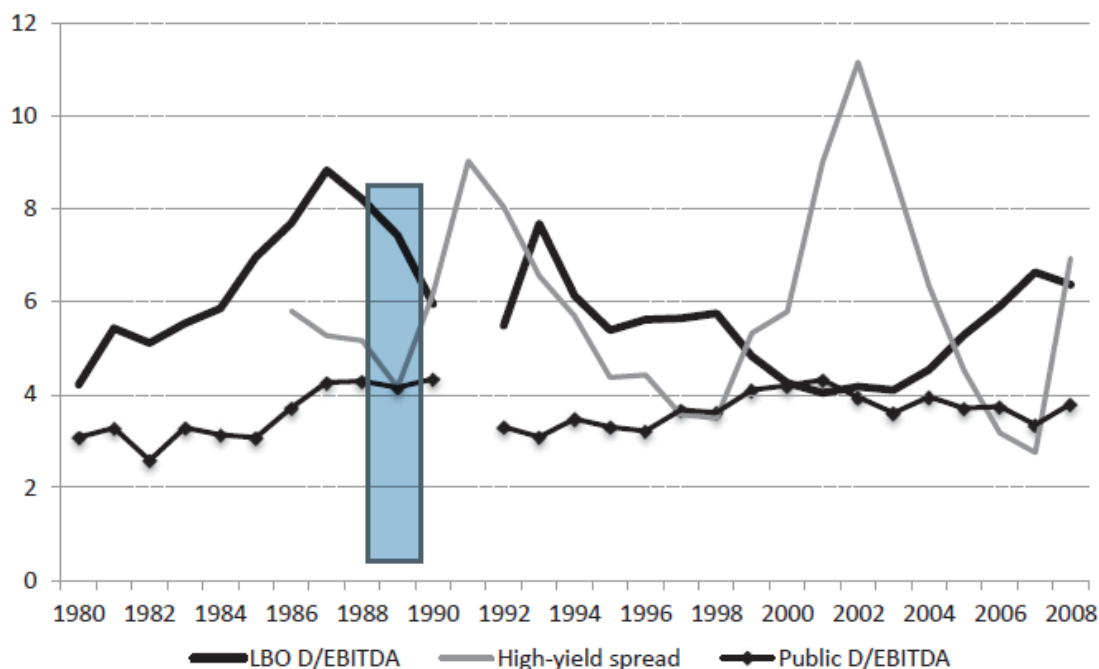
Para empezar, comenzaremos hablando de la estructura de financiación utilizada. La cantidad de deuda utilizada en esta operación alcanza el 93,4% frente a un 4,6% de financiación propia (en términos de Deuda/EBITDA, este llega a 8,7x). Esto es acorde con el múltiplo de deuda/fondos propios que veíamos antes utilizado para calcular K_d , el cual era de 20,15x. Este es bastante alto, comparado con el 70%-80% de deuda que normalmente de media nos solemos encontrar en este tipo de transacciones (MACABACUS, 2015), si bien es cierto que hoy en día la estructura de capital utilizada en estas operaciones es más conservadora que la utilizada en los años 80; puesto que las instituciones han aprendido ya de los errores cometidos en el pasado con la crisis de los bonos basura. Dentro de la estructura de la deuda podemos ver que los elementos que más pesan son justamente los relativos a la deuda de alto riesgo, la cual exige un mayor tipo de

interés: así, la financiación puente (la cual exige un tipo de interés del 17.3%) supone un 15,3% de la estructura total de financiación, mientras que la *mezzanine* (la cual exige un tipo de interés del 14%) representa el 11,5%. Las otras dos fuentes más abundantes son la deuda a corto plazo (llamado Tender Offer) que supone un 41,6% y el crédito rotativo que supone un 16,1%. Los tipos de interés de estas fuentes son menores (11,3% y 10,8% respectivamente); sin embargo, son a corto plazo por lo que suponen también un mayor riesgo con respecto al calendario de repago, ya que hay que atender primero a estas deudas antes de pasar al repago de las deudas de mayor plazo.

Vista la estructura de financiación, si analizamos el calendario de amortización de la deuda y pago de intereses, destacamos ya que desde el primer año, el flujo de caja no es suficiente para pagar los intereses generados. La proporción de la deuda es tan alta y los tipos tan elevados que la cantidad de intereses anuales generados sobrepasan la cantidad de flujo de caja disponible para el repago: si observamos el cuadro “Cash Flow” vemos que este ya es negativo desde el principio, de forma que el ratio de cobertura de intereses el primer año (medido como EBIT/Intereses netos) se queda en 0,8424; esto es, los beneficios antes de intereses e impuestos no son suficientes para cubrir el total de los intereses generados. Solo a partir de 1996 comienzan a verse flujos de caja positivos. Esta situación es insostenible para una empresa en el tiempo, ya que puede quebrar o proceder a su liquidación. Sin embargo, si vemos el rendimiento obtenido, este alcanza el 37%, pero tal rendimiento es bastante irrealista vista la situación financiera. De todas formas, de este aspecto hablaremos en el siguiente apartado del trabajo.

Por tanto, y volviendo al tema del endeudamiento, ¿qué hizo que KKR asumiera tal cantidad de deuda? Es aquí cuando hemos de volver a las teorías expresadas al comienzo de este bloque, que relacionaban la deuda asumida con el estado de los mercados de crédito.

5.4. Conclusiones en relación con el precio y la deuda



Si recordamos la teoría expuesta por AXELSON et al. (2013), entre otros, estos relacionaban la cantidad de deuda asumida con el estado de los mercados de crédito, de forma que en aquellos momentos en los que la deuda estuviera más barata, los inversores aprovecharían para endeudarse más. Como vemos en la parte resaltada del gráfico expuesto, obtenido del trabajo de los autores ahora mencionados, entre 1988 y 1989 (fechas en las que se realizó el LBO), el “*high yield spread*” (margen entre el bono americano de alto riesgo y el LIBOR) alcanzó niveles mínimos; esto es, la deuda estaba muy barata. Justamente en esa época coincide que el ratio Deuda/EBITDA, aunque venía decreciendo, estaba alto en comparación con el resto de años (alrededor de 8x EBITDA). También el ratio de endeudamiento de la empresa pública alcanzaba en ese momento valores mayores. Curiosamente, estas cifras concuerdan con nuestro caso. Por tanto, podríamos concluir que el elevado endeudamiento, que es incluso mayor a la media de ese año, podría deberse al estado de los mercados de crédito, con la proliferación de los bonos de alto riesgo que ocurrió a finales de los 80, cumpliéndose la Teoría del *Market Timing*.

En cuanto a la segunda teoría presentada por AXELSON, la *Teoría de la Agencia*, recordemos que debido a la limitada responsabilidad de los dirigentes de un fondo, estos son propensos a asumir mayores riesgos y a sobre invertir), dando lugar a un mayor precio de compra. Si volvemos al DCF realizado por KKR, recordemos que este daba lugar a un precio por acción de \$118. Ya comenté que a mi parecer las proyecciones fueron demasiado optimistas ya que mantenían un crecimiento elevado a lo largo de un periodo largo en el tiempo. Además, si ese mismo DCF lo realizamos con la beta de la empresa anterior al LBO (la cual tiene un valor de 1,05), obtenemos un WACC mucho menor de 8,81%, que nos da un Enterprise Value de \$54.834, un Equity Value de \$49.624 y un precio por acción de \$222. Este valor resulta, a mi parecer, exageradamente elevado, en comparación con el precio de la acción en aquel momento (\$91 pocos días antes de la adquisición y \$56 en el momento anterior a que se produjera el primer anuncio de posible MBO). En conclusión, los gerentes del fondo, debido a la *Teoría de la Agencia*, llevaron a cabo proyecciones demasiado positivas, dando lugar a un precio elevado que, añadido a la feroz competencia que hubo por adquirir la empresa y a la euforia del momento por el buen estado del mercado crediticio, les llevó a ofertar un precio muy elevado, acompañado además de un endeudamiento excesivo.

Visto el análisis del precio y la deuda pasaremos ahora a estudiar más detalladamente de los rendimientos obtenidos por las firmas de Private Equity y sobre lo que pasó en nuestro caso en particular para que el resultado final fuese tan bajo.

6. ANÁLISIS DE RENDIMIENTOS

6.1. Aproximación teórica: las firmas de Private Equity como fuente de eficiencias operacionales y de creación de valor

Ha existido un debate constante acerca de si las firmas de PE son instituciones de por sí más eficientes que las típicas corporaciones, debido a que suelen generar mayores rendimientos. Pero, ¿son estos mayores rendimientos resultado de una mejor actuación operacional y financiera, o tiene su origen en otro tipo de fuentes? La actividad de las firmas de PE ha recibido innumerables críticas a lo largo del tiempo, todas ellas en torno a

los mismos temas. En un primer lugar, KAPLAN (1989a) y OPLER (1993) descubrieron que los ahorros impositivos eran una gran fuente de beneficios en las operaciones de LBO. OPLER también se preguntó si los beneficios obtenidos podían también ser resultado de recortes en los llamados “*non-equity stakeholders*”, esto es, empleados. KAPLAN y STRÖMBERG (2008) vuelven a hacerse esa pregunta, pero concluyen, haciendo mención al estudio de KAPLAN (1989b) (el cual analiza P2P⁵ LBOs en los Estados Unidos durante los años 80), que el nivel de empleo (al contrario de la crítica general) sí que aumenta, aunque en menor proporción que la media de la industria. Por lo que respecta a los impuestos, KAPLAN (1989a) admite que el endeudamiento adicional da lugar a unas deducciones impositivas pero que tales son difíciles de cuantificar, pudiendo explicar solo entre un 10 y un 20% del valor de una empresa. Por otro lado, OPLER (1993) dedujo que las características de las compañías objetivo también daban a concluir que el propósito de las instituciones adquirentes (ya se trate de firmas de capital riesgo, de la dirección de la empresa o de algún otro inversor institucional) eran reflejo de que el objetivo era la creación de valor más que el reparto de este; esto es, las firmas que desde un comienzo tuvieran potenciales problemas de presión financiera se abstendrían de proceder a llevar a cabo un LBO, ya que ello impediría la creación de valor.

Por tanto, ya que no se trata tanto de los recortes de empleo y beneficios impositivos ¿será que las firmas de PE son capaces de efectivamente crear de valor en la empresa? Una teoría (KAPLAN y STRÖMBERG, 2008; JENSEN, 1986) sería que las firmas de *Private Equity*, debido a la existencia de información asimétrica sobre el mercado y la facilidad de éstas de acceder a información y a prestamistas, serían capaces de conseguir deuda barata y de comprar a un precio menor que el resto de apostantes: así visto, si son capaces de comprar a un tipo bajo en relación con el riesgo, serán capaces de crear valor. Sin embargo, esto se opondría a la teoría expuesta anteriormente de que un acceso mayor a deuda da lugar a la asunción de un mayor riesgo, que se traduce en mayor precio de compra y menores rendimientos.

⁵ *Public to Private*: el término hace referencia a aquellas situaciones en las que empresas cotizadas que son sacadas de Bolsa

Otra teoría, defendida por JENSEN (1989) sería que las firmas de *Private Equity* son capaces de introducir una serie de cambios de ingeniería financiera, corporativa y operacional, mejorando las actividades de la empresa y generando valor. También KAPLAN y STRÖMBERG, en su estudio sobre los LBO y las firmas de *Private Equity*, analizan si, debido a que estas firmas son capaces de implementar una estructura financiera altamente apalancada que, unida a una concentración de la propiedad de la empresa y un control corporativo y de dirección intenso, consiguen como resultado mayores rendimientos que las típicas corporaciones públicas (con un accionariado disperso, poco endeudamiento y dirección débil). Siguiendo el estudio de KAPLAN (1989b), éste observa que las firmas de PE suelen obligar a la nueva dirección a invertir en la empresa objetivo para que, ante la mayor presión financiera resultante de la deuda, sean capaces de actuar de forma más eficiente, sin malgastar dinero y atendiendo a los pagos de intereses y principal de la deuda. Esta presión reduce el problema de flujos de caja que explican JENSEN (1986), por el que empresas maduras con una dirección débil dispersan los flujos de caja en vez de devolverlos a los inversores.

En cuanto a la actuación operacional, KAPLAN (1989b) descubrió que en las operaciones P2P de los años 80, el ratio de EBIT sobre ventas incrementó entre un 10 y un 20%, mientras que el ratio de EBIT menos CAPEX sobre ventas incrementó en un 40%. El trabajo de KAPLAN Y STRÖMBERG (2008) también apoya esta teoría, comentando que la gran mayoría de los LBOs de los 80 estuvieron acompañados de mejoras significativas tanto operacionales como productivas. Sin embargo, añaden que hay que analizar dichos resultados con cautela; primero porque puede haber existido cierto sesgo en la selección de la muestra (puesto que la información procedente de firmas privadas no siempre está disponible) y, segundo, porque la reducción del CAPEX en las empresas, aunque aumenta los flujos de caja en el corto plazo, puede suponer un detrimento en el futuro.

Vistas estas teorías, y volviendo a nuestro caso de RJR Nabisco, pasamos a estudiar cuáles fueron las acciones post-LBO llevadas a cabo, prestando particular atención a los siguientes indicadores: las variaciones de empleo post-LBO, el crecimiento de las ventas, la evolución

del EBIT/Ventas, la evolución del CAPEX/Ventas y las ventas de activo realizadas para pagar deuda.

6.2. La evolución financiera de RJR Nabisco tras el LBO

Para comenzar, si volvemos al LBO del que hablábamos en el apartado anterior y prestamos atención al IRR, considerando un múltiplo de salida del 8,3x EBITDA y las proyecciones realizadas, veremos que el rendimiento para los inversores debería de haber sido del 37,5%. Sin embargo, esta cifra dista mucho de lo realmente ocurrido. Tal y como comentábamos en la introducción del caso, KKR obtuvo un simple 2% ante su inversión. El rendimiento calculado habría sido posible si se hubiese dado las siguientes condiciones: que el EBITDA hubiese crecido en la proporción proyectada (en torno al 9% anual), que KKR hubiese mantenido su inversión hasta el último año y ahí hubiese sacado a bolsa el total de la propiedad y a un múltiplo de 8,3x (lo cual supone mantener el precio de la acción tan elevado como estaba) y que haya alguien que esté dispuesto a asumir la deuda restante.

Sin embargo, la realidad es que, desde un primer momento y como hemos visto ya, la generación de flujos de caja era insuficiente para pagar los intereses de la deuda desde un principio (solo a partir del octavo año). Esta situación es insostenible a largo plazo por el hecho de que la empresa puede entrar en bancarrota y, además, en caso de volver a sacar las acciones a bolsa, estas se verían sometidas a una fuerte caída de precio (que es lo que ocurrió), ya que generalmente no hay muchos inversores dispuestos a invertir en una empresa insolvente.

A continuación, pasaremos analizar los datos financieros clave, procedentes de las cuentas anuales (en Anexo) de los años posteriores a la operación:

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

	1988	1989	1990	1991	1992
Tabaco Ventas	\$7.068	\$6.981	\$8.053	\$8.540	\$9.027
<i>%Crecimiento</i>		<i>-1%</i>	<i>15%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
Alimentación Ventas	\$9.888	\$5.783	\$5.826	\$6.449	\$6.707
<i>%Crecimiento</i>		<i>-42%</i>	<i>1%</i>	<i>11%</i>	<i>4%</i>
TOTAL Ventas	\$16.956	\$12.764	\$13.879	\$14.989	\$15.734
<i>%Crecimiento</i>		<i>(24,7%)</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>5,0%</i>
Tabaco EBIT	\$1.924	\$2.016	\$2.729	\$2.726	\$2.687
<i>%Margen</i>	<i>27%</i>	<i>29%</i>	<i>34%</i>	<i>32%</i>	<i>30%</i>
<i>%Crecimiento</i>		<i>6%</i>	<i>17%</i>	<i>-6%</i>	<i>-7%</i>
Alimentación EBIT	\$1.215	\$742	\$802	\$920	\$967
<i>%Margen</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>
<i>%Crecimiento</i>		<i>4%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	<i>1%</i>
TOTAL EBIT	\$3.139	\$2.758	\$3.531	\$3.646	\$3.654
<i>%Margen</i>	<i>18,5%</i>	<i>21,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>24,3%</i>	<i>23,2%</i>
<i>%Crecimiento</i>		<i>16,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>(4,4%)</i>	<i>(4,5%)</i>

Como vemos, entre 1988 y 1989 las ventas en general decrecieron. La fuerte caída en alimentación se debió a las reestructuraciones que llevó a cabo KKR quien, por ejemplo, vendió la división europea de galletas (BERNSTEIN RESEARCH, 1996). El tabaco también decreció pero no tanto. Sin embargo, los márgenes operativos crecieron ambos. La trayectoria seguida parecía la adecuada, llegando a un repunte en 1990. Sin embargo, a partir de 1991, la evolución de la empresa cambió su rumbo. El crecimiento de ventas de tabaco bajó a un 6%, y su margen operativo también decreció un 6% y un 7% anual en

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

1991 y 1992. Además, considerando que la unidad de tabaco era la más importante de la empresa, esto podía afectar muy negativamente a los resultados finales. Así, los márgenes operativos, aunque crecieron en los últimos años, estaban volviendo a descender (el EBIT/Ventas estaba decreciendo un 4,5% total anual). Considerando que el EBIT tenía que crecer a un 11% anual aproximadamente para obtener el rendimiento requerido, esta caída estaba comenzando ya a afectar el rendimiento que los inversores iban a tener. Además si, como ya hemos comentado anteriormente, desde el comienzo los flujos de caja (de acuerdo con el LBO) no eran suficientes para pagar la deuda; ahora, con crecimientos negativos, iban a serlo menos aún.

En cuanto a la evolución del CAPEX, fue la siguiente:

	1989	1990	1991	1992	1993
CAPEX	\$522	\$426	\$459	\$519	\$615
%Ventas anteriores	3,1%	3,3%	3,3%	3,5%	3,9%

El CAPEX se mantuvo en un constante 3% sobre las ventas de año anterior. Este porcentaje es inferior al que había sido previsto por KKR, el cual comenzaba por un 10% para luego ir decreciendo progresivamente. En principio, un CAPEX menor implica un mayor flujo de caja, lo cual es beneficioso para el repago de la deuda. Sin embargo, aunque esto pueda funcionar el primer o segundo año, un CAPEX tan bajo a largo plazo puede ser perjudicial para el crecimiento de las ventas. Esto podría explicar (en parte) el por qué a partir de 1991 las ventas comenzaron su caída: al no invertir lo suficiente en la expansión de la empresa e invertir solo en el CAPEX de mantenimiento, el crecimiento se estanca.

Pero, esta no fue la única razón por la que las ventas comenzaron a decrecer o el porqué de que los márgenes no fuesen los esperados. Hemos de introducir aquí una serie de razones coyunturales que influyeron también en que se llegara a estos resultados. Así, de acuerdo con MARTINEZ (2008), KKR calculó de forma errónea el momento de entrada ya que en la época había bastantes litigios en el campo del tabaco, además de una intensa

competencia que afectó a los ingresos por ventas de RJR. Por otro lado, de acuerdo con el mismo autor, cuando RJR tuvo que salir a buscar refinanciación a los mercados (aspecto que ahora comentaremos), se encontró con una recesión económica (la crisis de los bonos basura de 1990-1991) que dificultó el recaudar dinero de los mercados de deuda, llevando a RJR a un gasto adicional de \$1.600 millones aproximadamente. En el siguiente apartado pasaremos a comentar en detalle los distintos sistemas de refinanciación (externa e interna) a los que tuvo que acudir KKR para salir del apuro financiero.

6.3. Las necesidades de refinanciación

Si atendemos a las cuentas anuales de 1991 (en Anexo) veremos que RJR Nabisco tuvo que volver a salir a buscar refinanciación. Así, entre 1990 y 1991 se llevaron a cabo las siguientes operaciones, entre otras:

- La compra el 16 de Julio de 1990 de 272.000.000 de acciones recién emitidas a \$6,25 la acción por una sociedad limitada asociada con KKR
- El intercambio con una sociedad limitada asociada con KKR de 8.000.000 de acciones preferentes por \$200 millones.
- El intercambio de \$1.859 millones en bonos senior convertibles pagaderos en 2009 y de \$541 millones en bonos subordinados pagaderos en 2007, por \$800 millones en efectivo y aproximadamente \$1.600 millones en acciones preferentes de conformidad con acuerdos futuros de intercambio.
- La emisión el 25 de Abril de 1991 de \$1.500 millones de bonos Senior al 10.5%, pagaderos en 1998
- La redención el 3 de junio de 1991 del 100% del principal agregado de los bonos del grupo pendientes por un valor de \$1.860 millones aproximadamente.
- La emisión por el Holding el 8 de Noviembre de 1991 de 52.500.000 acciones preferentes convertibles a \$10,125 la acción.

Como vemos, la empresa tuvo que acudir al mercado para refinanciarse y así poder hacer frente a las deudas que tenía. Es de destacar la redención de determinadas deudas, o la posibilidad de intercambiar bonos por caja, lo cual es una importante fuente de alivio

financiero. Aun así, esta refinanciación no fue suficiente y, en 1991, con la crisis de los bonos basura, RJR tuvo que inyectar 1.600 millones de dólares más para que la empresa saliera adelante, colocándose su inversión en unos \$3.100 millones aproximadamente.

Esta inyección de fondos no fue la única acción que KKR empleó para sanear su situación financiera, sino que se tuvieron que llevar a cabo otras. De acuerdo con una publicación de BUSINESSWEEK ARCHIVES (1995), durante el LBO RJR se deshizo de más de 46.000 empleos (además, de acuerdo con BERNSTEIN RESEARCH (1996) tras el LBO Nabisco acabó al final de la lista de comparables en cuanto a ventas por empleado y beneficio por empleado), y vendió partes del negocio valorados en \$6.200 millones (como la unidad europea de galletas). En añadido, en el ámbito del tabaco, en 1993 se vio obligado a hacer fuertes recortes en el precio para hacer frente a la intensa competencia.

Todo esto dio lugar a que el ROE descendiera de un 24% a un 16% entre 1988 y 1995, y a que el valor de RJR Nabisco descendiera de \$25.000 millones aproximadamente a \$21.100 millones. No pudiendo aguantar con su inversión los 10 años proyectados, KKR tuvo que deshacerse de forma completa de Nabisco en 1995, cuando a través de Goldman Sachs KKR vendió el 8% restante de inversión que le quedaba en RJR Nabisco, obteniendo una rentabilidad final de solo el 2% (BUSINESSWEEK ARCHIVES, 1995).

6.4. Conclusiones acerca de los rendimientos obtenidos

Vistos los resultados y los datos analizados, podemos concluir que una firma de Private Equity no garantiza siempre una mejora operacional y financiera en la empresa objetivo, pudiendo llegar a resultados muy decepcionantes como en nuestro caso (si bien es cierto que no se llegó a la bancarrota de la empresa objetivo como ocurrió con REVCO en 1988, uno de los casos más estudiados de la historia). Definitivamente, como diría SARRÍA (2009) la capacidad de gestionar empresas de gran tamaño es especialmente complicada, siendo más difícil aún el conseguir que la empresa crezca para ir haciendo frente al repago de los intereses. RJR Nabisco era una empresa ya muy madura cuyos orígenes se remontaban mucho tiempo atrás (lo cual en un principio es una característica favorable para ser un candidato potencial en un LBO); sin embargo, la empresa había alcanzado ya unas

dimensiones tales que era muy difícil de controlar, más aún por un equipo directivo (que ya no era el liderado por el antiguo CEO Johnson) que no conoce bien la empresa.

En relación con las teorías expuestas al comienzo de este apartado, podemos decir que queda claro que, las firmas de Private Equity no son entidades que garantizan siempre una futura creación de valor. Así, en nuestro caso, fue también debido a las ventas de activos, el despido de empleados y los ahorros impositivos (los cuales se deducen que existieron debido a que el flujo de caja generado era menor que los intereses anuales devengados) que la empresa consiguió sobrevivir y devolver a los inversores de KKR un rendimiento, aunque mínimo, del 2%.

Sin embargo, la pregunta que deberíamos hacernos ahora mismo es ¿fue el bajo rendimiento de la operación resultado de un LBO que estaba mal planteado desde un comienzo; o fue realmente culpa de una mala dirección por parte de la firma de Private Equity? Ya vimos anteriormente en el trabajo que, desde un principio, la empresa se había endeudado en exceso y que el precio pagado por KKR fue demasiado alto, llegando a pagar una prima de un 95% aproximadamente en relación con los \$56 a los que cotizaba la acción justo antes de que Johnson anunciara su intención de llevar a cabo un MBO. Por tanto, desde mi punto de vista, a pesar de que RJR Nabisco pareciera un buen candidato desde el principio, el LBO proyectado por KKR (influido en gran parte por la intensa competencia en el proceso de puja) estaba erróneamente planteado y, sin embargo, decidieron seguir adelante con la operación. Ya hemos visto que además, después de la operación, los resultados de RJR Nabisco empeoraron, también bajo la influencia de la situación coyuntural. Si además esto estuvo acompañado de una dirección deficiente sería otro tema objeto de discusión, quedando abierta la pregunta acerca de si las acciones realizadas por el equipo directivo de RJR Nabisco tras la privatización de la empresa fueron las adecuadas teniendo en cuenta el panorama económico.

Sección IV: Conclusiones finales

7. CONCLUSIONES FINALES DEL ESTUDIO

Finalizaremos ahora nuestro estudio con las conclusiones relativas a los objetivos que planteamos en la introducción. Además, y basándonos en nuestro estudio, daremos sugerencias para futuras líneas de investigación.

7.1. RJR Nabisco era un buen candidato, pero ello no garantizó el éxito

Analizando los datos históricos de RJR Nabisco, pudimos observar que se trataban de una empresa cuyas ventas, tanto en tabaco como en alimentación, habían estado creciendo de forma estable. También el margen operativo (EBIT) se había estado manteniendo estable en torno al 15%. Por otro lado, los niveles de CAPEX de la empresa eran bajos (no superaban el 7.5% de las ventas) y la empresa, al estar en un sector maduro y no ser de nueva creación, aseguraba la no necesidad de fuertes inversiones en crecimiento en los años posteriores. En tercer lugar, la empresa tenía un valor de liquidación elevado, pudiendo el inversor vender algunas unidades de negocio. Todas estas eran características favorable al aseguramiento del repago de la deuda, ya que suponen unos flujos de caja crecientes y constantes sin costes elevados que vayan a interferir en tal repago. Además los niveles de deuda preexistentes eran bajos por los que había bastante margen de endeudamiento.

Por tanto, RJR Nabisco en un principio sí que cumplía con las condiciones básicas para ser objeto de un LBO; sin embargo, ello no aseguró el éxito de la operación, demostrando que las características de la empresa objetivo no garantizan un buen resultado en la operación, ya que mucho depende del estado futuro de los mercados y de la estructura de la operación que se lleve a cabo.

7.2. El endeudamiento y el precio de la operación fueron excesivos, hechos seguramente influidos por el estado de los mercados de crédito

Ya vimos en el apartado 5 (Sección II), que las proyecciones llevadas a cabo por KKR fueron, probablemente, demasiado optimistas, considerando la intensa competencia y litigios que existían en el ámbito del tabaco en esa época (y siendo además el tabaco la unidad de mayor importancia y mayores márgenes de la empresa). Por estas proyecciones, por las que se llegaba a un valor por acción de \$118, KKR se vio con un amplio margen en

cuanto a la prima que estaba dispuesto a pagar. Esto, unido a la intensa competencia que hubo en el proceso de puja, en el que intervinieron diversos autores, dio lugar a que KKR acabara pagando un precio por acción de \$109, lo cual supone una prima de prácticamente 95%.

En segundo lugar, si nos centramos en el endeudamiento, como hemos visto a través de nuestro modelo de LBO, este alcanzó un nivel de 8.7x EBITDA o 93.4% sobre el total de la financiación, frente a solo un 4.6% de financiación propia. Con los flujos de caja proyectados, la cantidad de deuda era tal que ni siquiera el primer año se podía hacer frente al pago de los intereses, solo existiendo flujo de caja suficiente a partir del año 1996. Por tanto, podemos concluir que la cantidad de deuda fue excesiva, ya que ni con las positivas proyecciones se podía cubrir los intereses. Pero, ¿a qué se pudo deber? De acuerdo con las teorías expuestas al comienzo del capítulo, podía existir cierta relación entre el nivel de endeudamiento y la deuda. Haciendo un análisis del llamado “*high yield spread*” en 1988 y 1989 vemos que este es bajo, lo cual supone que la deuda está barata, dando lugar a que las firmas de Private Equity se endeuden más. A esto hay que añadir la “Teoría de la Agencia”, por la que los *General Partners*, cuya responsabilidad es limitada, tienden a arriesgarse más de lo que deberían ante un favorable mercado de crédito. Todo esto nos sirve para concluir que el elevado endeudamiento asumido por KKR fue en parte consecuencia de un favorable mercado de crédito y de la influencia de la Teoría de la Agencia, llevando a los gerentes de la firma a endeudarse más de lo que debían.

7.3. A pesar de conseguir salir adelante, se obtuvieron unos resultados mínimos como consecuencia de un LBO mal planteado

El beneficio final de KKR tras esta operación fue de unos \$60 millones, sobre una inversión total de aproximadamente \$3.100 millones (un escaso 2% frente al 20%-30% que se suele esperar de este tipo de operaciones). RJR Nabisco consiguió salir adelante y no caer en bancarrota pese a su excesivo endeudamiento, pero aun así sus rendimientos fueron muy bajos. En primer lugar, la evolución de los flujos de caja no fue la esperada, obteniendo unos niveles de ventas y unos márgenes inferiores a los existentes. Los niveles de CAPEX fueron también inferiores, lo cual debería ser positivo ya que no limita los flujos de caja

disponibles para la deuda. Sin embargo, a la larga esto es negativo ya que impide el crecimiento de las ventas que era necesario y suficiente para cumplir con las proyecciones y para pagar los intereses. Así, KKR tuvo que volver a acceder a los mercados a buscar refinanciación, aunque debido a la crisis de los bonos basura de 1991, el acceso a la deuda se vio muy limitado, teniendo que inyectar fondos propios adicionales a los aproximadamente \$1.500 millones iniciales (lo cual de por sí iba a reducir el rendimiento). Además, para poder hacer frente a la deuda, se tuvieron que llevar a cabo importantes recortes en personal, así como ventas de divisiones y activos por valor de \$6.200 millones aproximadamente.

Esta situación y evolución dio lugar a que el valor de la empresa bajara estrepitosamente, por lo que la voluntad de salir a un múltiplo de 8.4x EBITDA era prácticamente imposible. Esto unido a un EBITDA inferior al proyectado hace que no se pueda obtener el rendimiento requerido.

Parecería por tanto que el resultado fue consecuencia del desarrollo de la empresa de forma posterior al LBO. Sin embargo, la realidad es que las proyecciones eran muy positivas visto el panorama económica de fuerte competencia y que la deuda era, desde un comienzo, excesivamente alta, dando lugar a las actuaciones de urgencia de refinanciación y búsqueda de nuevo fondos. Por tanto, podemos concluir que el resultado fue más bien consecuencia de un LBO mal planteado desde el principio.

8. LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Ya planteamos al final del apartado 6 (Análisis de rendimientos) que a pesar de haber llegado a la conclusión de que el LBO de RJR Nabisco estaba mal planteado y estructurado desde el principio, era posible que también hubiese influido en la obtención de dichos resultados una mala gestión por parte del equipo directivo proporcionado por KKR. Es por esta razón que considero abierta la posibilidad de profundizar en el estudio de las actuaciones llevadas a cabo por el nuevo equipo directivo de RJR Nabisco, tras la realización del LBO, desde el punto de vista operativo y estratégico. Una opción podría ser analizar de forma específica cuáles fueron las unidades de negocio que se vendieron, y

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

cómo afectó ello a la evolución de ventas y márgenes; cuáles fueron las políticas de CAPEX específicas y en qué unidades se invirtió más y en cuáles menos; cuáles fueron las distintas políticas de ventas y marketing (cambio de precios, distribución, publicidad) y cómo ello afectó a la compañía, a su imagen y a su evolución. De esta forma, conseguiremos tener una visión completa de cuál fue la evolución real de la empresa tras el LBO y de todas las razones que afectaron a la obtención del 2% de rendimiento por parte de KKR.

Índice de referencias

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Alsop, R., Freedman, A. & Morris, B., 1998. RJR Takeover could hurt marketers and consumers. *The Wall Street Journal*, 2 Diciembre.

Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S., 2013. Borrow Cheap, Buy High? The Determinantes of Leverage and Princing in Buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), pp. 2223-2267.

Bernstein Research, 1996. *Nabisco*, s.l.: Bernstein Research Notes. pp. 27-30.

Brigham, E. F. & Erhardt, M. C., 2008. *Financial Management: Theory and Practice*. 12 ed. s.l.:Thomson South-Western. p. 918

Bruner, R. F., 2005. *Deals from Hell: M&A Lessons that Rise Above theAshes*. s.l.:Wiley. pp. 127-147

Burrough, B. & Helyar, J., 2003. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. s.l.:Harper Business Essentials.

Businessweek Archives, 1995. Barbarians Revisited. *Bloomberg*. [En línea] Available at: <http://www.bloomberg.com/bw/stories/1995-04-02/barbarians-revisited> [Último acceso: 18 Febrero 2015].

Castro Monge, E., 2010. El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de administración*, Volumen 1 (2). pp. 31-54.

Cohen, M. I., 1998. *RJR Nabisco, Inc.*, s.l.: Bernstein Research Notes. pp. 3-5.

Fernández, C., 1997. LBO y MBO. *Revista de gestión pública y privada*, Volumen 2, pp. 51-82.

Galbraith, S. & McQuilling, A., 1996. *Nabisco--Did this company really go through an LBO?*, s.l.: Black Bokk - Weekly Notes. pp. 27-30.

Gaughan, P. A. & Bruner, R. F., 2010. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Quinta ed. s.l.:Wiley. pp.293-334.

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Gosh Ray, K., 2010. *Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration*. s.l.:PHI Learning Pvt. Ltd. pp. 540-542.

Instituto de Empresa(IE), 2004. Algunas ideas sobre Private Equity. *Instituto de Empresa*. [En línea] Available at: www.univerano.ua.es%2Fes%2Fcursosprevios%2Fcursos2004%2Fopciones%2Fmateriales%2Fflubian%2Fflubian2.ppt&ei=uCXsVM3qJsSsUb2LgPgD&usg=AFQjCNH0DKAHUsFuQQetRzd_IrTAtR2uUw [Último acceso: 28 Enero 2015].

Jensen, M., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Issue 76, pp. 323-329.

Jensen, M., 1989. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Issue 67, pp. 61-75.

Kaplan, S. N., 1989a. Management Buyouts: Evidence on axes as a source of value. *The Journal of Finance*, Issue 44, pp. 611-632.

Kaplan, S. N., 1998b. The effects of Management Buyouts on operating performance and value. *The Journal of Financial Economics*, Issue 25, pp. 217-254.

Kaplan, S. N. & Strömberg, P., 2008. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, Issue 4, pp. 21-27.

MACABACUS, 2015. Leveraged Buyout Analysis. *MACABACUS*. [En línea] Available at: <https://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview> [Último acceso: 23 Febrero 2015].

Martín, C., 1999. Adquisiciones Apalancadas (Leveraged Buyouts). *Estrategias de Financiación*, Issue 149, pp. 29-36.

Martinez, M., 2008. *VAULT Career guide to Private Equity*. s.l.:VAULT Career Library. pp. 12-14.

Michel, A. & Shaked, I., 1991. RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout. *Financial Analysts Journal*, Issue September-October 1991, pp. 15-28.

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Much, P. & O'Dea, D., 1986. When the Leveraged Buyout Flops. *ABA Banking Journal*, 78(10), p. 114.

Opler, T. & Titman, S., 1993. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flows vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, Issue 5, pp. 1985-1999.

Santandreu, E. & Santandreu, P., 2006. Herramientas de ingeniería financiera. *Harvard Deusto: Finanzas y Contabilidad*, Issue 74, pp. 52-65.

Sarría, I., 2009. ¿Por qué KKR no tuvo éxito en RJR Nabisco? *Blog El Confidencial*. [En línea] Available at: http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2009/02/16/opinion_56_exito_nabisco.html [Último acceso: 24 Febrero 2015].

Smith, R., 1990. *The Money Wars: the rise and fall of the great buyout boom of the 1980s*. Washington: Beardbooks. p. 183.

The New York Times, 1988. History of the RJR Nabisco Takeover. *The New York Times*. [En línea] Available at: <http://www.nytimes.com/1988/12/02/business/history-of-the-rjr-nabisco-takeover.html> [Último acceso: 18 Febrero 2015].

Urquijo, J. L., 1995. *Los casos Bendix y Nabisco*. s.l.:ICADE. pp. 17-29

Anexo de Tablas

I. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE RJR NABISCO

	1985	1986	1987	1988	CAGR
I.P&G (\$MILLONES)					
Tabaco	\$5.422	\$5.866	\$6.346	\$7.068	9,2%
<i>%Crecimiento</i>		8%	8%	11%	
Alimentación	\$6.200	\$9.236	\$9.420	\$9.888	3,5%
<i>%Crecimiento</i>		49%	2%	5%	
Ventas Totales	\$11.622	\$15.102	\$15.766	\$16.956	13,4%
Beneficio operativo Tabaco	\$1.843	\$1.659	\$1.821	\$1.924	1,4%
<i>%Margen</i>	34,0%	28,3%	28,7%	27,2%	
Beneficio operativo Alimentación	\$549	\$820	\$915	\$1.215	21,7%
<i>%Margen</i>	8,9%	8,9%	9,7%	12,3%	
Beneficio Operativo Total	\$2.392	\$2.479	\$2.736	\$3.139	9,5%
Gastos Corporativos	\$443	\$139	\$432	\$291	
<i>%Margen</i>	3,8%	0,9%	2,7%	1,7%	
EBIT	\$1.949	\$2.340	\$2.304	\$2.848	13,5%
<i>%Margen</i>	16,8%	15,5%	14,6%	16,8%	
D&A	\$354	\$605	\$652	\$730	27,3%
<i>% CAPEX anterior</i>		64,0%	63,8%	78,0%	
EBITDA	\$2.303	\$2.945	\$2.956	\$3.578	15,8%
<i>%Margen</i>	19,8%	19,5%	18,7%	21,1%	
Intereses	\$337	\$565	\$489	\$579	
Beneficio Neto	\$1.001	\$1.064	\$1.289	\$1.393	11,6%
II. BALANCE (\$MILLONES)					
Total Activo	\$16.414	\$16.701	\$16.861	\$16.895	
Deuda largo plazo	\$5.628	\$5.514	\$5.681	\$5.262	
<i>(Deuda L-P/Total Activo)</i>	34%	33%	34%	31%	
NOF	\$1.617	\$1.329	\$1.717	\$1.795	16,2%
<i>%Sobre ventas</i>	13,9%	8,8%	10,9%	10,6%	
III. OTROS DATOS FINANCIEROS					
CAPEX (\$Millones)	\$946	\$1.022	\$936	\$1.142	6,5%
<i>%Sobre ventas</i>		8,8%	6,2%	7,2%	
ROE	26,04%	19,03%	20,78%	17,11%	
ROA	15,46%	14,13%	13,73%	11,50%	
Rango precio de la acción					
Max	35	55,125	71,125	94,5	
Min	24,75	31	34,5	54,75	
Nº Acciones (Millones)	285,57	250,4	247,36	223,52	

Fuente: Gosh Ray. "Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration"; PHI Learning, 2010

II. BREAK-UP VALUE DE RJR NABISCO

OPERACIONES ALIMENTACIÓN	
US	Valor (Millones)
Galletas y crackers	\$5.000
Verduras enlatadas	\$500
Fruta enlatada	\$300
Cereales calientes	\$750-\$1000
Nueces	\$800-\$900
Caramelos "lifesavers"	\$400-\$500
Barras de caramelo	\$300
Chicles	\$200
Margarina	\$200-\$300
Fruta fresca	\$700
Comida mejicana	
Ortega	\$150
Salsa de carne	\$100-\$150
Galletas para perro	\$200
INTERNACIONAL	
Comida diversa	\$2500-\$3000
TOTAL ALIMENTACIÓN	\$1200-13100
TABACO	\$1500-\$13000
VALOR ESTIMADO TOTAL	\$24600-\$26100

Fuente: Alsop, Freedman y Morris. "RJR Nabisco Takeover Could Hurt Marketers and Consumers"; Wall Street Journal, 2 de Diciembre de 1988

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

III. VALORACIÓN DCF PRE-LBO

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	CAGR
Tabaco Ventas	\$7.068	\$7.656	\$8.294	\$8.984	\$9.732	\$10.542	\$11.419	\$12.370	\$13.400	\$14.515	\$15.723	8,3%
%Crecimiento		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Alimentación Ventas	\$9.888	\$10.529	\$11.212	\$11.939	\$12.713	\$13.537	\$14.415	\$15.350	\$16.345	\$17.405	\$18.533	6,5%
%Crecimiento		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Total Ventas	\$16.956	\$18.185	\$19.506	\$20.923	\$22.445	\$24.079	\$25.834	\$27.720	\$29.745	\$31.920	\$34.257	7,3%
%Crecimiento	-	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
EBITDA	\$3.578	\$3.681	\$4.103	\$4.632	\$5.039	\$5.464	\$5.934	\$6.397	\$6.990	\$7.597	\$8.265	8,7%
% Margen	21,1%	20,2%	21,0%	22,1%	22,5%	22,7%	23,0%	23,1%	23,5%	23,8%	24,1%	
% Crecimiento	-	2,9%	11,5%	12,9%	8,8%	8,4%	8,6%	7,8%	9,3%	8,7%	8,8%	
Tabaco EBIT	\$1.746	\$2.022	\$2.360	\$2.786	\$3.071	\$3.386	\$3.733	\$4.115	\$4.534	\$4.998	\$5.508	12,2%
% Margen	25%	26%	28%	31%	32%	32%	33%	33%	34%	34%	35%	
% Crecimiento		16%	17%	18%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Alimentación EBIT	\$1.102	\$1.163	\$1.255	\$1.348	\$1.459	\$1.571	\$1.713	\$1.815	\$2.011	\$2.178	\$2.361	7,9%
% Margen	11%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	
% Crecimiento		6%	8%	7%	8%	8%	9%	6%	11%	8%	8%	
TOTAL EBIT	\$2.848	\$3.185	\$3.615	\$4.134	\$4.530	\$4.957	\$5.446	\$5.930	\$6.545	\$7.176	\$7.869	10,7%
% Margen	16,8%	17,5%	18,5%	19,8%	20,2%	20,6%	21,1%	21,4%	22,0%	22,5%	23,0%	
% Crecimiento	-	11,8%	13,5%	14,4%	9,6%	9,4%	9,9%	8,9%	10,4%	9,6%	9,7%	
Gastos Corporativos		287	279	296	314	333	353	374	396	420	445	
% Ventas		1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
EBIT		\$2.898	\$3.336	\$3.838	\$4.216	\$4.624	\$5.093	\$5.556	\$6.149	\$6.756	\$7.424	11,0%
D&A	\$730	\$783	\$767	\$794	\$823	\$840	\$841	\$841	\$841	\$841	\$841	1,4%
% CAPEX anterior	78,0%	68,6%	44,9%	54,3%	61,2%	90,3%	114,0%	114,4%	114,4%	114,4%	114,4%	
CapEx	\$1.142	\$1.708	\$1.462	\$1.345	\$930	\$738	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735	-4,3%
% Ventas anteriores		10,1%	8,0%	6,9%	4,4%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,5%	2,3%	
NOF	\$1.795	\$1.964	\$2.107	\$2.260	\$2.424	\$2.601	\$2.790	\$2.994	\$3.212	\$3.447	\$3.700	7,5%
% Ventas	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Impuestos	35,5%	\$1.029	\$1.185	\$1.363	\$1.497	\$1.642	\$1.809	\$1.973	\$2.184	\$2.399	\$2.636	
												V.R.
FCF		\$775	\$1.314	\$1.771	\$2.448	\$2.908	\$3.201	\$3.485	\$3.853	\$4.228	\$4.641	\$88.784

Kd	11,66%
Kd (1-t)	7,52%
Pre-LBO Beta	1,05
Rm	8%
Rf	7,20%
Ke	15,60%
Ke preferentes	14,58%
Deuda	82,47%
Acciones preferentes	12,80%
WACC	8,81%
g	3%

EV	\$54.824
Deuda neta	\$5.200
Equity value	\$49.624
Nº acciones	\$224
Precio/acción	\$222

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Valor residual
PV FCF	\$712	\$1.110	\$1.375	\$1.746	\$1.907	\$1.929	\$1.931	\$1.961	\$1.978	\$1.996	\$38.179

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

IV. VALORACIÓN POST-LBO

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	CAGR
Tabaco Ventas	\$7.068	\$7.656	\$8.294	\$8.984	\$9.732	\$10.542	\$11.419	\$12.370	\$13.400	\$14.515	\$15.723	8,3%
%Crecimiento		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Alimentación Ventas	\$9.888	\$10.529	\$11.212	\$11.939	\$12.713	\$13.537	\$14.415	\$15.350	\$16.345	\$17.405	\$18.533	6,5%
%Crecimiento		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Total Ventas	\$16.956	\$18.185	\$19.506	\$20.923	\$22.445	\$24.079	\$25.834	\$27.720	\$29.745	\$31.920	\$34.257	7,3%
%Crecimiento	-	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
EBITDA	\$3.578	\$3.681	\$4.103	\$4.632	\$5.039	\$5.464	\$5.934	\$6.397	\$6.990	\$7.597	\$8.265	8,7%
% Margen	21,1%	20,2%	21,0%	22,1%	22,5%	22,7%	23,0%	23,1%	23,5%	23,8%	24,1%	
% Crecimiento	-	2,9%	11,5%	12,9%	8,8%	8,4%	8,6%	7,8%	9,3%	8,7%	8,8%	
Tabaco EBIT	1746	2022	2360	2786	3071	3386	3733	4115	4534	4998	5508	12,2%
% Margen	25%	26%	28%	31%	32%	32%	33%	33%	34%	34%	35%	
% Crecimiento		16%	17%	18%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Alimentación EBIT	1102	1163	1255	1348	1459	1571	1713	1815	2011	2178	2361	7,9%
% Margen	11%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	
% Crecimiento		6%	8%	7%	8%	8%	9%	6%	11%	8%	8%	
TOTAL EBIT	\$2.848	\$3.185	\$3.615	\$4.134	\$4.530	\$4.957	\$5.446	\$5.930	\$6.545	\$7.176	\$7.869	10,7%
% Margen	16,8%	17,5%	18,5%	19,8%	20,2%	20,6%	21,1%	21,4%	22,0%	22,5%	23,0%	
% Crecimiento	-	11,8%	13,5%	14,4%	9,6%	9,4%	9,9%	8,9%	10,4%	9,6%	9,7%	
Gastos Corporativos		287	279	296	314	333	353	374	396	420	445	
% Ventas		1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
EBIT		\$2.898	\$3.336	\$3.838	\$4.216	\$4.624	\$5.093	\$5.556	\$6.149	\$6.756	\$7.424	11,0%
D&A	\$730	\$783	\$767	\$794	\$823	\$840	\$841	\$841	\$841	\$841	\$841	1,4%
% CAPEX anterior	78,0%	68,6%	44,9%	54,3%	61,2%	90,3%	114,0%	114,4%	114,4%	114,4%	114,4%	
CapEx	\$1.142	\$1.708	\$1.462	\$1.345	\$930	\$738	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735	-4,3%
% Ventas anteriores		10,1%	8,0%	6,9%	4,4%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,5%	2,3%	
NOF	\$1.795	\$1.964	\$2.107	\$2.260	\$2.424	\$2.601	\$2.790	\$2.994	\$3.212	\$3.447	\$3.700	7,5%
% Ventas	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Impuestos	35,5%	\$1.029	\$1.185	\$1.363	\$1.497	\$1.642	\$1.809	\$1.973	\$2.184	\$2.399	\$2.636	Valor residual
FCF		\$775	\$1.314	\$1.771	\$2.448	\$2.908	\$3.201	\$3.485	\$3.853	\$4.228	\$4.641	\$55.420

Kd	11,66%
Kd (1-t)	7,52%
Post LBO Beta	9,65
Rm	8%
Rf	7,20%
Ke	84,40%
Deuda	82,47%
Acciones preferentes	12,80%
Fondos propios	4,73%
WACC	12,06%
g	3%

EV	\$31.683
Deuda neta	\$5.200
Equity value	\$26.483
Nº acciones	\$224
Precio/acción	\$118

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Valor residual
PV FCF	\$691	\$1.046	\$1.259	\$1.552	\$1.645	\$1.617	\$1.571	\$1.549	\$1.517	\$1.486	\$17.749

V. FUENTES DE FINANCIACIÓN

FUENTE	CANTIDAD (mill)	TIPO INTERES
Tender Offer Facility (financiación corto plazo)	\$13.600	Tipo base + 2% ó Eurodolar+ 3%
Financiación puente por venta de activos (refin. TOF)	\$6.000	Tipo base + 1,5% ó Eurodolar+ 2,5%
Refinanciación financiación puente	\$1.500	Tipo base + 2,25% ó Eurodolar+ 3,25%
Crédito rotativo	\$5.250	Tipo base + 1,5% ó Eurodolar+ 2,5%
Financiación puente	\$5.000	Tipo base + 6% para los 6 primeros meses + 8% para los 3 siguientes + 10% para el resto
Deuda subordinada (clase I)	\$1.250	Mayor de
Deuda Mezzanine (clase II)	\$3750	LIBOR 90 días + ajuste Tipo fijo + ajuste
Bonos (Partnership debt securities)	\$500	Bono del Estado (T-bill) + 4%
Bonos Senior Convertibles	\$1.800	550 pb sobre el mayor de T-bill 3 meses Bono 10 años Bono 30 años Tasa min = 12,625% Tasa máx. = 16,625%
Acciones preferentes	\$4.059	550 pb sobre el mayor de T-bill 3 meses Bono 10 años Bono 30 años Tasa min = 12,625% Tasa máx. = 16,625%
Fondos Propios	\$1.500	Sin dividendo fijo

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

VI. LBO DE RJR NABISCO

Conjeturas			
Año base	1988	Deuda corto plazo	11,3%
IRR objetivo	25,0%	Crédito rotativo	10,8%
Múltiplo de salida	8,4x	Financiación Puente	17,3%
Tipo impositivo	35,5%	Subordinada	13,0%
Circular On?	Yes	Mezzanine	14,0%
		Bonos Senior	
		Convertibles	14,5%
		Bonos (Partnership debt securities)	11,2%

Cálculo compra	Precio de
Nº acciones básicas (mil)	223,5
Precio	\$56,00
Prima oferta	94,65%
Precio oferta /acción	\$109,00
Acciones FD ⁶ (mil)	229,5
Precio oferta FFPP (mil)	\$25.019

Fuentes	Millones	Mult	% Total	Usos	Millones
Deuda corto plazo	\$13.600	3,8x	41,7%	Compra FFPP	\$25.019
Crédito rotativo	\$5.250	1,5x	16,1%	Refinanciación Neta	\$5.200
Financiación Puente	\$5.000	1,4x	15,3%	Honorarios	\$2.400
Subordinada	\$1.250	0,3x	3,8%		
Mezzanine	\$3.750	1,0x	11,5%		
Senior Convertible	\$1.800	0,5x	5,5%		
Bonos (Partnership debt securities)	\$500	0,1x	1,5%		
Fondos propios	\$1.469	0,4x	4,5%		
Total	\$32.619	9,1x	100,0%	Total	\$32.619

⁶ Fully Diluted shares: total de acciones considerando opciones sobre acciones y bonos convertibles.

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Conjeturas operacionales	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Tabaco Ventas	\$7.068	\$7.656	\$8.294	\$8.984	\$9.732	\$10.542	\$11.419	\$12.370	\$13.400	\$14.515	\$15.723
<i>%Crecimiento</i>		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Alimentación Ventas	\$9.888	\$10.529	\$11.212	\$11.939	\$12.713	\$13.537	\$14.415	\$15.350	\$16.345	\$17.405	\$18.533
<i>%Crecimiento</i>		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
TOTAL VENTAS	\$16.956	\$18.185	\$19.506	\$20.923	\$22.445	\$24.079	\$25.834	\$27.720	\$29.745	\$31.920	\$34.257
<i>%Crecimiento</i>	-	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
EBITDA	\$3.578	\$3.681	\$4.103	\$4.632	\$5.039	\$5.464	\$5.934	\$6.397	\$6.990	\$7.597	\$8.265
<i>%Margen</i>	21,1%	20,2%	21,0%	22,1%	22,5%	22,7%	23,0%	23,1%	23,5%	23,8%	24,1%
<i>%Crecimiento</i>	-	2,9%	11,5%	12,9%	8,8%	8,4%	8,6%	7,8%	9,3%	8,7%	8,8%
Tabaco EBIT	1746	\$2.022	\$2.360	\$2.786	\$3.071	\$3.386	\$3.733	\$4.115	\$4.534	\$4.998	\$5.508
<i>%Margen</i>	25%	26%	28%	31%	32%	32%	33%	33%	34%	34%	35%
<i>%Crecimiento</i>		16%	17%	18%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Alimentación EBIT	1102	\$1.163	\$1.255	\$1.348	\$1.459	\$1.571	\$1.713	\$1.815	\$2.011	\$2.178	\$2.361
Margen	11%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%
<i>%Crecimiento</i>		6%	8%	7%	8%	8%	9%	6%	11%	8%	8%
TOTAL EBIT	\$2.848	\$3.185	\$3.615	\$4.134	\$4.530	\$4.957	\$5.446	\$5.930	\$6.545	\$7.176	\$7.869
<i>%Margen</i>	16,8%	17,5%	18,5%	19,8%	20,2%	20,6%	21,1%	21,4%	22,0%	22,5%	23,0%
<i>%Crecimiento</i>	-	11,8%	13,5%	14,4%	9,6%	9,4%	9,9%	8,9%	10,4%	9,6%	9,7%
Gastos Corporativos		\$287	\$279	\$296	\$314	\$333	\$353	\$374	\$396	\$420	\$445
<i>% Ventas</i>		1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBIT		\$2.898	\$3.336	\$3.838	\$4.216	\$4.624	\$5.093	\$5.556	\$6.149	\$6.756	\$7.424
D&A	\$730	\$783	\$767	\$794	\$823	\$840	\$841	\$841	\$841	\$841	\$841
<i>% CAPEX año anterior</i>	78,0%	68,6%	44,9%	54,3%	61,2%	90,3%	114,0%	114,4%	114,4%	114,4%	114,4%
CapEx	\$1.142	\$1.708	\$1.462	\$1.345	\$930	\$738	\$735	\$735	\$735	\$735	\$735
<i>% Ventas año anterior</i>		10,1%	8,0%	6,9%	4,4%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,5%	2,3%
NOF	\$1.795	\$1.964	\$2.107	\$2.260	\$2.424	\$2.601	\$2.790	\$2.994	\$3.212	\$3.447	\$3.700
<i>% Ventas</i>	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Impuestos	35,5%	\$1.029	\$1.185	\$1.363	\$1.497	\$1.642	\$1.809	\$1.973	\$2.184	\$2.399	\$2.636

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Calendario de amortización	Tipo	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<u>Deuda corto plazo</u>	11,3%											
Comienzo Balance			\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600	\$13.600
Intereses			\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533	\$1.533
<u>Crédito rotativo</u>	10,8%											
Comienzo Balance			\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250	\$5.250
Intereses			\$567	\$567	\$567	\$567	\$567	\$567	\$567	\$567	\$567	\$567
<u>Financiación Puente</u>	17,3%											
Comienzo Balance			\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000	\$5.000
Intereses			\$865	\$865	\$865	\$865	\$865	\$865	\$865	\$865	\$865	\$865
<u>Subordinada</u>	13,0%											
Comienzo Balance			\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250	\$1.250
Intereses			\$163	\$163	\$163	\$163	\$163	\$163	\$163	\$163	\$163	\$163
<u>Mezzanine</u>	14,0%											
Comienzo Balance			\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750	\$3.750
Intereses			\$525	\$525	\$525	\$525	\$525	\$525	\$525	\$525	\$525	\$525
<u>Senior Convertible</u>	14,5%											
Comienzo Balance			\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500
Intereses			\$73	\$73	\$73	\$73	\$73	\$73	\$73	\$73	\$73	\$73
<u>Bonos (Partnership debt securities)</u>	11,2%											
Comienzo Balance			\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500
Paydown	No		\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Final Balance		\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500	\$500
Intereses			\$56	\$56	\$56	\$56	\$56	\$56	\$56	\$56	\$56	\$56
Total Deuda Neta		\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850	\$29.850
Total Intereses Netos			\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781	\$3.781

*Los Leveraged Buyouts como método de adquisición por las firmas de capital riesgo:
El caso RJR Nabisco*

Cash Flow	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
EBITDA	\$3.681	\$4.103	\$4.632	\$5.039	\$5.464	\$5.934	\$6.397	\$6.990	\$7.597	\$8.265
Menos: CAPEX	(\$1.708)	(\$1.462)	(\$1.345)	(\$930)	(\$738)	(\$735)	(\$735)	(\$735)	(\$735)	(\$735)
Menos: variación NOF	(\$169)	(\$143)	(\$153)	(\$164)	(\$177)	(\$190)	(\$204)	(\$219)	(\$235)	(\$252)
Menos: intereses	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)	(\$3.781)
Menos: impuestos	\$1.029	(\$1.185)	(\$1.363)	(\$1.497)	(\$1.642)	(\$1.809)	(\$1.973)	(\$2.184)	(\$2.399)	(\$2.636)
CF para repago de deuda	(\$948)	(\$2.467)	(\$2.010)	(\$1.333)	(\$873)	(\$580)	(\$295)	\$72	\$447	\$861

Análisis de rendimientos			
EBITDA Final	\$8.265	EBITDA Final	\$8.265
Múltiplo de salida	8,4x	Múltiplo de salida	8,4x
Enterprise Value	\$69.803	Enterprise Value	\$69.803
Menos: Deuda Neta	(\$29.850)	Menos: Deuda Neta	(\$29.850)
Valor FFPP a la salida	\$39.953	Valor FFPP a la salida	\$39.953
<i>% Propiedad Sponsor a la salida</i>	<i>95,0%</i>	<i>% Propiedad Sponsor a la salida</i>	<i>95,0%</i>
Valor FFPP del Sponsor a la salida	\$37.956	Valor FFPP del Sponsor a la salida	\$37.956
Valor FFPP del Sponsor en inicio	1.469	IRR requerido	25,0%
IRR %	38,4%	Valor FFPP del Sponsor en inicio	4.075
		Deuda neta a la salida	31.150
		EV implícito a la salida	35.225
		Menos: Deuda Neta antigua	-5.200
		Menos: tasas de transacción	-2.400
		Precio compra FFPP	27.625
		Nº acciones FD	229,5
		Precio acción implícito	\$120,36
		<i>Prima oferta implícita</i>	<i>114,9%</i>

Anexo de cuentas anuales e informes