

Tipo de documento: Tesis de maestría



Escuela de Negocios. Maestría en Finanzas

Reestructuraciones, cambios de control, rol de fondos distress y la creación y destrucción de valor

Autoría: Zanini, Juan Pedro

Año: 2024

¿Cómo citar este trabajo?

Zanini, J.(2024). *Reestructuraciones, cambios de control, rol de fondos distress y la creación y destrucción de valor. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]*. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13015>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial- Compartir igual 4.0 Argentina
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2024

Alumno: Juan Pedro Zanini

Tutor: Maximiliano Donzelli

*Reestructuraciones, cambios de control, rol de fondos distress y la
creación y destrucción de valor*

Contenidos

Abstract.....	3
Introducción.....	4
Los niveles de análisis en la creación y destrucción de valor.....	5
La tipología del inversor bajo estudio.....	9
Sobre los mecanismos tradicionales de cambios de control.....	11
El marco legal de las nuevas estrategias de estos actores.....	14
Estrategias, riesgo y retorno.....	14
Alternativas de reestructuración.....	17
Aspectos salientes del Chapter Eleven.....	18
Creación o destrucción de valor por parte de los fondos <i>distress</i>	21
Análisis de caso: del éxito de Kmart al fracaso de Sears.....	25
La evolución de la industria del <i>retail</i> y el papel de Kmart y Sears.....	25
La industria del <i>retail</i> en Estados Unidos: tecnología, escala, localización y segmentación.....	26
Sears, ¿un antiguo gigante que desapareció de la escena?.....	33
La entrada de Kmart en Chapter Eleven.....	34
Conducción de Kmart en Chapter Eleven.....	36
Toma de control por parte de ESL Investments y resurgimiento de Kmart.....	38
Adquisición de Sears y nueva toma de control de ESL Investments.....	42
Ganancias antes que ventas: ¿la fallida estrategia de Lampert?.....	44
¿Se produjo un vaciamiento de la empresa?.....	52
¿El final de Sears?.....	54
Conclusión.....	55
Referencias.....	57

Abstract

En el presente trabajo, se analizará la potencial creación y destrucción de valor por parte de los fondos *distress*, en contextos de reestructuraciones corporativas y de cambios de control. El tópico de creación y destrucción de valor puede tener distintos alcances según el enfoque teórico desde el que se lo aborde. Los actores que se estudian aquí, podrían haber tenido su origen desarrollando estrategias de tomas de control y reestructuraciones tradicionales como inversores activistas. Dadas las crecientes regulaciones de esas estrategias iniciales, podrían haberse conducido en desarrollar estrategias de activismo y tomas de control a partir de la compra de deuda de las firmas. Se reconoce que estos actores pueden incrementar la eficiencia y los procesos de reestructuración de las firmas en las que se involucran. No obstante, se identifican a su vez cuestionamientos sobre la posible extracción de valor que podrían cometer sobre otros interesados en esos procesos. Se analiza el caso del fondo ESL Investments, que logra una toma de control a partir del proceso de reorganización de la firma Kmart, y luego adquiere a la cadena de tiendas Sears. En este caso se da tanto creación como destrucción de valor a lo largo del tiempo.

Introducción

El presente trabajo buscará exponer distintas maneras en las que se crea y destruye valor para las distintas partes involucradas en contextos de reestructuraciones corporativas y cambios de control. Se hace hincapié en situaciones en las que se cuenta con la presencia de inversores que buscan explotar oportunidades que se presentan en situaciones de *distress* financiero, comúnmente denominados inversores buitres o *vulture investors*.

En la primera sección del trabajo se desarrollarán distintas teorías de gobierno corporativo que permitirán entender de mejor manera qué es la creación y destrucción de valor y quiénes son los actores con influencia en una firma.

En la siguiente sección se trabajará sobre la evolución del concepto de inversor buitre. Como podrá ser visto en esta exposición, éste es un término dinámico y cambiante, donde se presentan controversias y se encuentran distintas miradas con respecto a los actores denominadas de esta manera. Se analizará cómo evolucionaron sus estrategias y los marcos legales y corporativos que regulan sus principales maneras de actuar. Posteriormente se profundizará en la caracterización de este tipo de inversor. Algunos aspectos relevantes a tratar serán: el contexto en el que busca actuar, con qué instrumentos, qué retornos pretende obtener, cuáles riesgos pretende asumir y el grado de involucramiento que suele tener, entre otros.

Luego se expondrán las características salientes de los procesos legales que suelen atravesar las compañías en *distress* financiero, poniendo foco en Estados Unidos. Estos procesos son también los que otorgan oportunidades para los inversores y en donde se generan situaciones que originan la destrucción y creación de valor para las distintas partes involucradas.

En la última sección de esta primera parte del trabajo, se analizarán los principales argumentos de los promotores y detractores de estos inversores, y se realizará una reseña de algunos estudios que indagaron sobre la creación y destrucción de valor por parte de los mismos.

En la segunda parte del trabajo se analizarán dos casos de compañías que atravesaron situaciones de *distress* financiero y contaron con la presencia de inversores que se caracterizan por realizar prácticas que son comúnmente atribuidas a los inversores buitres. Ambos casos están estrechamente relacionados. El primero es el de la compañía Kmart, el segundo el de la compañía Sears. Ambas eran compañías minoristas ("*retail*") que operaban principalmente en Estados Unidos y Canadá.

Kmart, por su parte, entró en *Chapter Eleven*¹ en 2002 y en ese proceso contó con el ingreso y la participación muy activa del fondo ESL Investments, a menudo llamado fondo buitre corporativo ("*vulture fund*"). Este caso ha sido considerado un éxito de la emergencia corporativa y le ha generado un gran retorno financiero a ESL. Se indaga en los factores que podrían haber generado este resultado, así como también en los posibles damnificados en este proceso.

A partir de la emergencia de la compañía, ESL Investments toma control de la firma y luego se fusiona con Sears en 2004. Esto, a su vez, posicionó a esta firma de inversión liderada por Edward Lampert con el control de Sears. Esta nueva firma fusionada se declaró en quiebra en 2018 luego de varios años de mala *performance*. Al momento de la quiebra el CEO era el propio Edward Lampert, que también lideraba la firma ESL Investments. Si bien Edward Lampert y ESL obtuvieron un gran retorno a partir de esa inversión inicial, luego condujeron al fracaso a Sears. Algunos acusan a la falta de involucramiento y la idiosincrasia propia de ESL Investments (que, como se mencionó, ha sido caracterizado como *vulture*) como las responsables del fracaso. Se indaga sobre esta hipótesis y los motivos que podrían haber llevado a esta situación.

¹ Chapter Eleven (Capítulo Once) es una forma de quiebra que le permite a las empresas perseguir la reorganización corporativa en Estados Unidos.

Los niveles de análisis en la creación y destrucción de valor

Como fue expuesto en la introducción, en el presente trabajo se buscará analizar la creación o destrucción de valor en sentido amplio, es decir, para las distintas partes involucradas en contextos de cambios de control y de reestructuración corporativa. Las dificultades o diferencias en el alcance del objeto de estudio pueden ser observadas en estudios de economía y finanzas, donde surgen los conceptos de *stakeholder*, *shareholder* y *management* de una firma. Si bien a continuación se avanzará en mayor detalle, *stakeholder* hace referencia al conjunto más amplio de participantes alrededor de la esfera de influencia de una firma, *shareholders* a los accionistas de la misma y *management* al grupo de personas que conduce gerencialmente la compañía. De esta manera, surge naturalmente el foco al producirse un evento como lo puede ser un proceso de reestructuración no solo en la destrucción (o creación) de valor para un accionista sino también para los demás actores que se ven afectados teniendo un interés económico o extraeconómico en la firma en cuestión.

Esta relación o conflicto entre *stakeholders* y *shareholders* se observa a su vez entre *shareholders* y el *management*. Como podrá verse en la siguiente sección, a menudo ocurre en compañías públicas la aparición de un grupo de accionistas que están disconformes con el accionar o la *performance* de la gerencia y que, con mayor o menor nivel de activismo, buscan influenciar la reconducción de la firma de manera de obtener un mayor valor para ellos. En esta sección se analizará también esta relación entre *shareholder* y *management* y cómo sus intereses que pueden resultar contrapuestos podrían afectar la creación de valor de una compañía.

Si bien existen varias definiciones del concepto, que a su vez implican una menor o mayor extensión en el área de estudio, Fassin (2009) define a un *stakeholder* como a cualquier actor con algo en juego en una organización. En particular, distingue entre los enfoques legales y gerenciales utilizados en el contexto de la teoría del *stakeholder*. En un enfoque legal se hace énfasis en las relaciones contractuales entre la firma y los actores con los que se relaciona, mientras que en un enfoque gerencial pueden incluirse también en el concepto otros actores con los que no se tiene una relación legal formal pero que ejercen influencia o son afectados por la firma. El primer enfoque toma en cuenta a un número más reducido de actores como partícipes de su área de influencia que el segundo, al mismo tiempo que la legitimidad de estos es reconocida en la medida que se manifieste esa relación por un procedimiento normativo y no derivado de la actividad que ejerce la compañía. El enfoque legal, a su vez, pone el acento en los intereses exclusivamente económicos de la firma, mientras que el enfoque gerencial hace hincapié en el ambiente completo de la firma. Este último implica una mirada más amplia, con perspectiva en la estrategia y no en la teoría.

Resulta de interés para el análisis del presente trabajo rescatar el modelo del *stakeholder* de la firma propuesto por dicho autor, reproducido en la figura 1, que se basa en un modelo anterior de Freeman (2000). El propósito de este modelo es lograr distinguir con mayor claridad el entorno en donde se desempeña la firma. Este autor también profundiza el término y discrimina a su vez entre los *stakeholders* reales (que poseen un reclamo legítimo, en donde el poder y la influencia se da de una manera bilateral y esto es representado por líneas bidireccionales), *stakewatchers* (que no son afectados de manera directa por las acciones de la firma, pero sí afectan a la misma, como los sindicatos) y *skatekeepers* (que ejercen influencia y poder en la firma a través de la regulación, con una función de escrutinio). Estos últimos grupos son representados por líneas punteadas unidireccionales. Este modelo reconoce tres niveles en la operación: el de los recursos, el de la industria y el ambiente político y social en cuatro óvalos concéntricos. Estos aportes que forman parte de la teoría del *stakeholder* comparten una visión más abarcativa de la firma que otras teorías, y piensan que la firma debe balancear los intereses de los grupos muchas veces contrapuestos.

Otro supuesto que debe estar presente para que no existan conflictos de intereses entre el *management* y los *stakeholders* es que no existan externalidades positivas ni negativas de la firma. Esto es, que los costos y beneficios generados por la firma puedan ser adjudicadas a la misma de modo tal que no puedan darse situaciones donde se causa daño a un tercero sin sufrir penalidades que se reflejen en el valor de la firma ni originar beneficios a actores externos a la firma que no les sean retribuidos a esta. Por último, que los gerentes de la firma no intenten engañar, ocultar o tergiversar información que sea comunicada a los mercados financieros. Sobre este punto existe una amplia discusión con respecto a la capacidad de los actores de los mercados de poder discernir y eventualmente penalizar este tipo de conductas, particularmente en empresas públicas.

Examinando los supuestos propuestos por el autor, podría observarse a simple vista que es muy difícil el alineamiento en todo momento de los intereses de la firma con los intereses de los *stakeholders*. Y en un nivel de análisis menor, se observa también que muchas veces dentro de la misma firma resulta difícil que el *management* y los accionistas se encuentren alineados en la persecución de sus objetivos.

Este estudio de las relaciones de la firma con su entorno puede ser definido como gobierno corporativo, del que se desprenden a su vez diversas teorías. Puede pensarse al gobierno corporativo como aquello que provee la estructura mediante la cual se fijan los objetivos de una firma, y se determinan los medios para alcanzarlos y los mecanismos de monitoreo en la persecución de estos (Kaur, 2018). Dentro de la clasificación de teorías de gobierno corporativo propuestos por dicha autora se encuentran la teoría de la agencia y la teoría del *stakeholder*. La primera teoría pone el foco en cómo la separación entre control y propiedad de una firma puede llevar a que no se persiga la maximización de valor para el accionista, y en los mecanismos que se pueden implementar para solucionar este problema. La segunda enfatiza en que el objetivo de la firma debería ser crear el máximo valor para todos los involucrados.

Se evidencia así el surgimiento de corrientes de pensamiento que posiblemente le otorguen a la firma objetivos demasiado amplios. Jensen (2010) estudia el conflicto inherente a la multiplicidad de objetivos que parecen plantearse a las firmas, dados los distintos participantes que se ven afectados por las acciones de la misma. Según el autor, lo que se conoce como *Stakeholder Theory* tiene fallas fundamentales dado que viola la proposición de que la organización debe tener un único objetivo y que esto es fundamental para poder alcanzar un comportamiento racional. Sostiene también que el objetivo de la firma debe ser la maximización del valor de la misma, y aunque reconoce que la existencia de externalidades puede hacer que este objetivo entre en conflicto con la maximización del valor social (al igual que Damodaran), argumenta que la mejor solución a este problema es atacarlo en sí mismo (con mejores derechos de propiedad, por ejemplo) y no forzando a una firma privada a maximizar otra función objetivo. Jensen advierte también que la teoría del *stakeholder* puede ser utilizada por agentes que busquen utilizar los recursos de la firma en beneficio propio, y que esto puede ser logrado con la complicidad del *management* de las firmas. El autor ejemplifica estas situaciones con la aprobación de legislación que tenía como objetivo detener las tomas de control (“*anti-takeover laws*”) en Estados Unidos, en la que jugaron un rol importante los argumentos basados en la protección de los *stakeholders* y que condujo (entre otras medidas que se analizarán luego en el presente trabajo) a la legalización de prácticas como las píldoras venenosas.

En línea con lo expuesto, esta separación que se da en la firma moderna entre dueños y *management* da lugar a conflictos de interés que surgen entre estas partes. En la literatura económica se les llama “problemas de agencia” a aquellos que surgen de conflictos dados por esta relación principal-agente, y “costos de agencia” a las pérdidas de eficiencia que estos generan.

Byrd, Parrino & Prisch (1990) identifican cuatro problemas de agencia principales: el problema del esfuerzo, el problema del horizonte, la preferencia por el riesgo diferencial, y el uso de los activos. El primero se origina en que el gerente percibe un sueldo (y si bien probablemente tenga acciones en la compañía, el retorno de estas puede no representar una proporción significativa de su ingreso total), por lo que sería razonable esperar que realice un menor esfuerzo del que realizaría un dueño directo. El problema del horizonte surge si se piensa a la firma como consistente en una cantidad de flujos infinitos; dado que los gerentes tendrán una vida con cantidad de flujos finitos, podrían aplicar tasas de descuento a los proyectos de inversión que difieran significativamente de las óptimas.

La preferencia por el riesgo diferencial parte de que puede esperarse que al gerente se le presente una relación riesgo-rendimiento asimétrica, donde los costos de una mala *performance* sean superados por los beneficios de una buena *performance*, lo que lleve a conducir la firma de una manera más conservadora que la que maximiza el valor. Por último, en cuanto al uso de los activos, el *management* podría tener incentivos de hacer un uso indebido de los mismos o hacer abuso de ciertos privilegios provistos por la firma y trasladar los costos de estos a todos los accionistas.

Son importantes para la realización del presente trabajo el desarrollo de los diversos conflictos de interés que pueden existir entre *management* y accionistas porque es un área en particular en donde, a lo largo de la historia de muchas firmas, han tenido una alta injerencia los inversores bajo estudio aquí. Como se explorará en la siguiente sección, los inversores activistas pueden ser actores generadores de cambio positivo en este aspecto. La relación entre gobierno corporativo y la capitalización de mercado fue estudiada en un interesante experimento realizado por Gompers, Ishii, & Metrick (2003), para el que construyeron un índice que contaba con 24 indicadores que medían la calidad del gobierno corporativo (como las cláusulas *anti-takeover*, la existencia o no de super mayorías y las cláusulas anti *greenmail*², entre otros). Encontraron que, en 1500 firmas durante la década del noventa se presentó una alta correlación de los retornos otorgados por las firmas con el gobierno corporativo, representado por ese índice.

Dentro de ese estudio realizan la prueba de una estrategia de *trading* que cada año compraba acciones en firmas con el índice de gobierno corporativo más alto provisto por ese índice construido, y vendía acciones de firmas con menos derechos de los accionistas (que se representaba en un puntaje pobre en ese mismo índice), y encuentran que generó retornos del 8,5% por año. Si bien esta estrategia de inversión en particular podría no haber generado mayores retornos que otras estrategias más simples (el retorno promedio S&P 500 es mayor que el 8,5% durante ese período, por ejemplo), permite ilustrar la importancia que el buen gobierno corporativo podría tener sobre la capitalización bursátil de la firma. No obstante, remarcan que los datos no proveen en sí mismos una fuerte evidencia a favor de la causalidad directa entre gobierno corporativo y retornos económicos, y que podría ser que otras características no observadas en el estudio sean los *drivers* principales de los mismos. De todos modos, señalan que aún una relación de causalidad parcial entre los sucesos analizados es interesante como motivador de mejoras en las políticas del gobierno corporativo.

En cuanto a la relación entre *performance* de las firmas y composiciones del directorio más independientes (que se piensan como un elemento importante del gobierno corporativo), Bhagat & Black (1999) no encuentran una aparente relación tan directa. Lo curioso es que la evidencia más sugestiva es que las firmas que logran una mejor *performance* son aquellas que tienen algunos directores independientes y otros provenientes de la firma ("*insiders*").

Las hipótesis que analizan como posibles explicaciones a este hallazgo son que existe una posible relación inversa entre conocimiento de la firma e independencia, que los provenientes de la firma pueden ser mejores en decisiones de planeamiento estratégico, que puede haber una posible relación inversa entre incentivos e independencia y, por último, que el hecho de tener algunos directivos con mayor vinculación a la firma puede facilitar el proceso de elección del próximo CEO que tendrán que llevar a cabo los demás directivos.

Realizado este breve repaso sobre algunas de las principales teorías que buscan entender el gobierno corporativo de una firma, se continúa con una caracterización del inversor que se trabaja en esta obra. Se podrá ver que muchas veces este actor puede ser un agente de cambio positivo cuando se trata de gobierno corporativo, de manera directa, y de modo más amplio puede ser un agente generador o destructor de valor.

² *Greenmail* refiere a maniobras en donde un inversor busca acumular una posición en el capital accionario de una firma, con el objetivo de amenazar con una toma de control para lograr que la misma firma le recompre sus acciones a un precio mayor al inicial o de mercado.

La tipología del inversor bajo estudio

¿*Hedge fund*, buitre, *corporate raider*, inversor activista o fondos especialistas en *distress*? ¿Cómo se denomina a ese inversor que protagoniza los eventos bajo estudio en el presente trabajo? Como se analizará a lo largo de esta obra, en la misma literatura se encuentra que cada autor define a estos inversores de una manera particular. Muchas veces se realiza una analogía de este tipo de inversor con el pájaro buitre (donde se los llama *vulture investors*), implicando así la manera en la que actúan y posiblemente destruyen valor en las situaciones en las que están involucrados. El buitre es un animal que sobrevive en base a comer animales muertos; este término es frecuentemente utilizado en oposición al animal mítico “fénix”, que simboliza el renacimiento y la renovación. Como se expondrá, en el contexto de las finanzas a menudo se implica que los inversores buitre buscarán participar en situaciones en donde se encuentren empresas en problemas para buscar un retorno extraordinario. Estos escenarios, muchas veces se piensan como un juego de suma cero, dado que son firmas que se presume que no estaban creando valor y solo resta repartir las partes que la componen en un escenario de liquidación.

También podrá observarse que el modo de actuar de estos inversores ha cambiado a lo largo del tiempo. Algunos de estos fondos especializados en *distress* hoy en día, eran parte del grupo originalmente denominados “*corporate raiders*” (que podría traducirse como asaltantes de empresas) en los medios y en la cultura popular. Popularizando su actividad en la década del ochenta, estos grupos empleaban una serie de tácticas en búsqueda de retornos financieros que implicaban actuar en compañías que estaban atravesando un mal momento. Una de las caracterizaciones más populares de estos actores fue el que tuvo lugar en la película “Wall Street”, en 1987. Lo curioso es que se ha comentado que uno de los personajes principales (Gordon Gekko) se basa en el inversor -que ha sido caracterizado a lo largo de su carrera con todos los términos mencionados al inicio de esta sección- Carl Icahn. Inclusive se encuentra que parte de los discursos que realiza Gordon Gekko en la película desarrollando su actividad como inversor activista fueron realizados por Carl Icahn en intervenciones reales. Este personaje de ficción utiliza un amplio conjunto de estrategias tales como el activismo inversor, el uso de información privilegiada y la ejecución de *takeovers* hostiles para lograr altos retornos económicos.

En línea con lo expuesto, y como lo sostienen Holderness & Sheenan (1987), estos inversores que en ese momento eran popularmente llamados “*corporate raiders*” han sido caracterizados con términos que variaban de un péndulo a otro con adjetivos muy negativos que los trataban como “los peores tipos de mentirosos” a calificativos como jugadores que eran capaces de generar un cambio positivo en las firmas en las que se involucraban y que creaban valor. De modo general, definen al término de *corporate raider* como aquel jugador que reduce la riqueza de los accionistas buscando el beneficio propio. En 1987 analizaron casos de inversión en donde estaban involucrados los siguientes inversores, caracterizados en los medios en ese tiempo como *corporate raiders*: Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Linder, David Murdock, Victor Posner y Charles Bluhdorn.

Se interesaron en observar si los datos empíricos eran consistentes con esa visión negativa y se propusieron contrastar dos hipótesis: si se evidencia la extracción de valor y riqueza de otros accionistas, y si la presencia de estos inversores generaba un cambio positivo en el *management* de la firma en cuestión. Encontraron que, al hacer público el anuncio de una posición en una compañía determinada, en promedio se produjo un incremento significativo en el precio de esas acciones. Y que ese incremento se ve sostenido en el tiempo, por lo tanto, la evidencia empírica es inconsistente con esas miradas negativas sobre estos seis inversores.

Si bien los autores que realizaron ese estudio muestran una visión positiva y de creación de valor dadas a partir de la intervención de estos actores, analizando casos de inversión concretos, pueden encontrarse situaciones que quizás den cuenta de una extracción de valor hacia otros accionistas y *stakeholders* que hagan más debatible la deseabilidad de su presencia. Como es relatado por Carlisle (2014), Carl Icahn en particular ha aceptado *greenmail* en muchas ocasiones antes de que sea prohibido (la práctica de recompra de acciones que hace una empresa a un inversor particular a un precio más alto que el de

mercado, muchas veces para detener el activismo de ese inversor en particular). Como señala este autor, un caso que llamó en especial la atención fue el de Saxon Industries, en el que Icahn aceptó *greenmail* y no lo comunicó, fue demandado y luego de esos eventos la empresa cayó en quiebra. Si bien es por lo menos debatible la implicancia directa de Icahn en ese resultado final, remarca también que es un caso que pone en evidencia tanto la desigualdad de la práctica de *greenmail* (donde ese excedente pagado al inversor particular es un costo que se le carga a todos los demás accionistas) como el poder que tiene el activismo inversor.

Ahora bien, la distinción entre *corporate raider* e inversor activista es otra definición que presenta complejidades. De modo muy general, el activismo por parte de un inversor particular en el contexto corporativo puede ser entendido como la búsqueda de ejercer influencia para cambiar la forma en la que se conduce una empresa de manera tal que se maximice la creación de valor para el accionista. Esta estrategia puede ser implementada de muchas maneras; que pueden ir desde el uso de la palabra en las reuniones anuales de accionistas (en donde se observa la copia del discurso ficcional de Gordon Gekko al realizado por Carl Icahn) hasta campañas públicas en los medios llevadas a cabo por estos inversores.

En su libro *Dear Chairman: Boardroom battles and the rise of shareholder activism*, Jeff Gramm (2015) relata la evolución en el tiempo del activismo inversor a través de cartas de inversores particulares dirigidas a los directivos de las firmas en las que mantenían una posición. Lo curioso es que en el análisis de casos presentados en este libro se observan algunos de los personajes que protagonizan el presente trabajo (como Carl Icahn) pero también otros con perfiles muy diferentes a este, como es el caso de Benjamin Graham, considerado como el padre de la inversión en valor (“*value investing*”) y que nadie catalogaría como un inversor buitre. Jeff Gramm rescata el activismo en general, independientemente del actor del que se trate, poniendo énfasis en los cambios positivos que pueden generar, como pueden ser mejoras en el gobierno corporativo de las compañías.

Dentro de las estrategias “activistas”, se destaca también el anuncio público y la campaña mediática que podía seguir a la toma de una posición. Como relata Carlisle (2014), Icahn implementó en varias oportunidades esta estrategia de “llamar la atención” sobre acciones que él consideraba subvaloradas, de modo que despertara el interés de otros inversores y potencialmente grupos interesados en adquirir esas compañías, haciendo subir su precio y obteniendo un alto retorno.

Un ejemplo curioso que ilustra la potencial creación y destrucción de valor por parte de inversores activistas implementando esta estrategia de campaña mediática fue la “pelea” protagonizada por Carl Icahn y Bill Ackman (que lideraba Pershing Square Capital Management) en torno a la posición en corto que esta última tenía en la empresa Herbalife. Pershing Square tomó una posición en corto en las acciones de la empresa y luego inició una campaña en donde se la acusaba de ser un esquema piramidal, especulando con que esto hiciera bajar el precio de la acción y que, al momento de recomprarlas, obtuviera un retorno alto sobre su inversión. Pero lo que sucedió es que la firma liderada por Icahn empezó a comprar las acciones de Herbalife y actuar en defensa de la empresa públicamente, haciendo subir el precio de las acciones y causándole una pérdida financiera importante a Pershing Square. A pesar del resultado financiero de los actores involucrados, Thompson (2018) argumenta que la firma liderada por Ackman generó una ganancia de bienestar social, al gastar aproximadamente 50 millones de dólares en investigar las maniobras de la compañía en cuestión y llamar la atención sobre esto, que a su vez llevó a los reguladores estadounidenses a sancionar a la firma.

Del lado de las visiones negativas de estos actores se puede ubicar a Harner (2011). Si bien esta autora reconoce los posibles cambios positivos que pueden ser impuestos a partir del activismo de estos actores, señala efectos nocivos a partir de su participación. En concreto, señala que la práctica de *takeovers* hostiles del siglo pasado a menudo estaban caracterizadas por el aumento de la deuda, el despido de empleados, la venta de activos y divisiones y otras prácticas que podrían dañar permanentemente la creación de valor de largo plazo en la compañía. Harner analiza los mecanismos de *takeovers* de algunas de las firmas más populares de ese momento histórico, en los que estaban

presentes en gran medida el factor sorpresa y la intimidación, facilitado por las regulaciones que eran permisivas en cuanto a estas prácticas. Esto es lo que, según ella, dio lugar a la regulación de este tipo de tomas de control, con el objetivo de detener los aspectos más negativos de estas maniobras.

Según esta misma autora, se destacan entre las leyes aprobadas en Estados Unidos el Williams Act en 1968, que tenía como propósito principal proveer más información a todos los accionistas de una compañía para que pudieran tomar una decisión más informada ante situaciones de cambios repentinos de control. Se introdujo así, por ejemplo, la obligación de hacer de público conocimiento si se mantiene una posición del 5% o más del capital accionario en una firma determinada. No obstante, argumenta que la financiarización ocurrida en el siglo pasado facilitó la actividad de tomas de control hostiles y que el Williams Act en la práctica fracasó como mecanismo para detener estas prácticas. Al contrario, señala que la mayor actividad de *takeovers* hostiles tuvo lugar durante la década del setenta. Dada esta situación, se dio lugar a otras leyes a nivel estatal con miras al mismo objetivo. También puede observarse que a nivel de la firma se empiezan a generalizar y sofisticar las medidas anti *takeover*, como se expondrá luego.

Goshen & Steel (2020) realizan un análisis comparativo de los inversores activistas y los asaltantes corporativos (“*corporate raiders*”), que en este caso es definido como aquellos inversores que buscan tomar control de una firma. Señalan que existen similitudes entre ambas estrategias, como por ejemplo que ambas cumplen un papel en la reducción de los costos de agencia. Pero argumentan que, al adquirir porcentajes de la compañía diferentes (el *corporate raider* se asume que adquiere el 100% mientras que el activista una participación minoritaria) se genera una dinámica diferencial en cuanto a la creación y destrucción de valor por parte de estos.

En el trabajo citado, se considera que el inversor activista puede ser potencialmente más dañino que el asaltante corporativo porque tiene un riesgo de error de cálculo mucho más alto, buscando generar cambios en firmas que pueden estar teniendo un desempeño por debajo del esperado, pero con desviaciones que se suponen normales dentro del ciclo de vida de la misma. Además, dada esta participación minoritaria, los cambios negativos que logren imponer luego serán trasladados de manera más amplia sobre los demás *stakeholders* y *shareholders* de la firma. Remarcan también que el *corporate raider*, al tener un acceso irrestricto a la información de la compañía, estará en condiciones de tomar una decisión más informada y con menor probabilidad de error que el inversor activista. La implicancia práctica de esta posición es que se han implementado leyes con el objetivo de detener los *takeovers* hostiles pero estos actores, según los autores citados, tienen un margen de maniobra mucho más amplio al comportarse como activistas. Como ellos afirman, los bárbaros están dentro de las puertas y no en las puertas, en alusión al libro escrito por Burrough y Helyar (1989), donde se expone una visión crítica de las compras apalancadas (*Leveraged Buyouts* o LBOs) analizando el caso de RJR Nabisco (caso que contó también con la presencia de este tipo de inversores).

Sobre los mecanismos tradicionales de cambios de control

Qazi & Jain (2022) encuentran varias condiciones que pueden favorecer el intento de tomas de control hostiles. Una es la incompetencia y el mal desempeño del directorio de una firma, que motive a un grupo a tomar el control para tomar decisiones que generen creación de valor. Otra condición es la dispersión en la tenencia accionaria de una firma, que haga que con una tenencia accionaria adquirida de relativamente baja participación porcentual en el total, el grupo inversor pueda aún así ejercer una influencia importante. También podría favorecer este proceso una situación opuesta, donde la concentración de la tenencia accionaria por pocas personas o firmas hagan que la venta por parte de estos de esas acciones cambie fuertemente el panorama de tenencia relativa.

Otra condición que los autores señalan como favorecedores de intentos de *takeover* de una firma es la falta de mecanismos y herramientas disponibles por el directorio de la firma para defenderse de estos

ataques. Esta mayor facilidad para concretar la operación podría incentivar intentos de *takeover*. Algunos de los mecanismos de defensa más populares y utilizados con los que cuenta el *management* se explican a continuación, basándose en el resumen propuesto por Ross (2014).

Mecanismos establecidos en el estatuto

Como señala Ross (2014), en el propio estatuto legal que regula la conducción de la firma se pueden incluir cláusulas que atenten contra el intento de *takeovers*. Señala también que las compañías actualizan frecuentemente los mismos para lograr ese propósito y mantener eventualmente el control. Medidas que caerían dentro de este grupo son las de Directorio Clasificado y Disposiciones de Super Mayoría. Con la primera medida lo que se busca es dilatar el proceso de recambio de las posiciones del directorio de modo tal que obligue al comprador potencial a gastar más tiempo en lograr una mayoría en el directorio; esto se obtiene mediante la elección parcial de los miembros del mismo cada año en lugar de un recambio completo anualmente. No obstante, remarca que se han utilizado en menor medida en los últimos años dado que, entre otros motivos, podría darse que los miembros del directorio que no sean reemplazados voten en línea con el grupo interesado en llevar a cabo el *takeover*.

Las disposiciones de super mayoría, por su parte, buscan establecer un número muy elevado de porcentaje de votos (que deberán emitirse por los tenedores de acciones que tengan ese derecho) necesarios para la aprobación de ciertas transacciones como lo pueden ser una fusión que potencialmente afecte los intereses del *management*. Señala también que en muchos casos se observan provisiones que establecen que, en caso de que el *management* apruebe una determinada medida, no aplica la necesidad de tener esas mayorías. (Ross, 2014). Esto claramente confiere un mayor poder al *management* de la firma.

Paracaídas Dorados (Golden Parachutes)

Los “paracaídas dorados” consisten en cláusulas que se disparan a favor del *management* y que representan indemnizaciones de un importe alto en caso de que ocurra un cambio de control en la firma. Si bien el propósito es que tenga un efecto de desaliento en los que intenten llevar a cabo el *takeover*, se ha señalado que este efecto probablemente no sea significativo dado que aún paquetes de indemnizaciones de monto elevado probablemente no representen un monto significativo en el precio total de adquisición de la compañía. Y otro efecto que se ha señalado que podría favorecer a la concreción de la transacción es que podría llevar al *management* a oponer una menor resistencia a la transacción dado que les facilitaría su propia transición laboral. (Ross, 2014).

Píldora venenosa

El origen de la “píldora venenosa” (*poison pill*) puede ubicarse en los comienzos de la década del 80, cuando se ubica su primera implementación, que ha sido ejecutada por el abogado Martin Lipton en Nueva York. El propósito es darles a ciertos accionistas la posibilidad de acceder a más acciones a un precio diferente del que tenga que pagar el grupo que está realizando el intento de *takeover*, teniendo de cierto modo un efecto disuasorio sobre el intento. Estas “píldoras venenosas” son activadas en una firma una vez que comienza un intento de *takeover* hostil. Puede tomar la forma de “volteo” (“*flip-over*”), dando a los accionistas existentes la posibilidad de comprar más acciones a un precio que se encuentre por debajo del precio actual de la acción. La intención es que, si existe el intento de un *takeover* hostil, ahora los accionistas tendrán la opción de comprar más acciones a un menor precio que el de mercado en ese momento. De esta manera, le hace más costoso al potencial comprador la adquisición dado que enfrenta una mayor dilución. (Damodaran, 2014).

Caballeros y Acompañantes Blancos (White Knight – White Squire)

Se ha visto que en situaciones en las que se produce una oferta de adquisición considerada indeseada por el *management* (o los accionistas en general), se busca a otro comprador potencial que ofrezca

mejores términos económicos (un mayor precio) como extraeconómicos como lo pueden ser las promesas del no traslado de plantas de la firma o el mantenimiento de empleados y divisiones de la compañía. Esta estrategia es conocida como *White Knight* o Caballero Blanco. Por su parte, y en relación a esta estrategia, se puede buscar un tercero que busque no adquirir la compañía sino invertir en un porcentaje importante en la misma, y que oriente sus votos en la misma dirección que el *management*, buscando así detener el *takeover*. (Ross, 2014).

Greenmail y otros acuerdos con inversores particulares

Greenmail se le llama a la recompra por parte de una firma de las acciones de un inversor particular. Esto se utilizaba comúnmente de manera de comprar las acciones de alguien que estaba intentando llevar a cabo la toma de control, en el que se firmaba también un acuerdo en el que la parte vendedora se comprometía a no intentar comprar la compañía durante un determinado período de tiempo, y por el que se recibía una prima de valor por encima del precio de mercado por esas acciones. Un acuerdo de mantenimiento del status quo ("*standstill agreement*") funciona con el mismo objetivo de detener una posible adquisición o toma de control de la compañía, y consiste en el pago de una suma a convenir por la aceptación de un inversor particular de limitar sus tenencias en la firma. También suele incluirse en el acuerdo que, en caso de querer vender sus tenencias existentes, deba ofrecerlas primero a la compañía, evitando la acumulación de una posición de acciones por parte de otro inversor que pueda tener ese mismo objetivo. Ross (2014) señala que el uso de estas estrategias se encuentra en declive dados los impuestos que penalizan estos acuerdos y que existe un potencial de denuncias y juicios en caso de efectuarse esta actividad.

Reestructuración de activos

En este conjunto de estrategias se encuentran fundamentalmente acciones destinadas a cambiar la firma de manera que ya no sea la misma que motivó originalmente el intento de toma de control. Esto se logra vendiendo o comprando activos o divisiones. Una manera en la que una venta de una división podría desalentar el intento de toma de control por un grupo externo es que simplemente esa división en particular sea la de interés en la transacción, dado por ejemplo por las sinergias que podrían generar con compañías controladas por el grupo interesado en la compra. Otra manera en la que la venta de activos o divisiones podría lograr este mismo objetivo de disuasión es si esos activos o divisiones no son rentables y esto hace que al desprenderse de los mismos ocurra un aumento de precio de la acción. (Ross, 2014). Esta misma estrategia de división de activos ("*asset stripping*") es la que muchas veces era buscada cuando se popularizó y generalizó varias décadas atrás la práctica de tomas de control. De esta manera, este proceso ya es "completado" por la misma firma sin necesidad del activismo de los inversores o el *takeover*.

También puede darse el caso de compra de activos o divisiones. Esto podría hacer que el comprador pierda interés en el negocio en esa nueva forma, o que esa nueva división le represente problemas en cuestiones vinculadas a leyes antimonopolio y de defensa de la competencia. Esta nueva forma de la corporación también podría aumentar la complejidad de la transacción (por ejemplo, por el mayor nivel de financiamiento que puede ser necesario para adquirir a la empresa objetivo, que ahora tendrá un tamaño mayor). (Ross, 2014)

Recapitalizaciones y recompras de acciones

Para disuadir un intento potencial de *takeover*, otro instrumento con el que el *management* de la firma cuenta son las operaciones de recompra de acciones financiada con deuda y de emisión de deuda para pagar dividendos (recapitalización apalancada). Ambas operaciones podrían ocasionar que suba el precio de la acción (por ejemplo, por el mayor escudo fiscal generado por la mayor deuda) y esto a su vez generar que de pronto la firma sea un potencial menos atractivo para el grupo que buscaba obtener control. Otra vía por la cual podría favorecer este objetivo es por los nuevos títulos que la empresa podría emitir y que le dan al *management* un mayor control en un eventual proceso de votación. Por

último, al reducirse la cantidad de efectivo disponible en la firma, puede volverse menos atractivo el intento de *takeover*. (Ross, 2014)

El marco legal de las nuevas estrategias de estos actores

Como ha sido descrito, el marco legal en Estados Unidos se ha orientado en regular las tomas de control que se realizaban por los mecanismos tradicionales de compras de acciones. En el nivel de análisis de la firma, se observa también una creciente sofisticación en el desarrollo de mecanismos anti *takeover*. Esto ha cambiado el panorama para los actores que se comenzaron a estudiar en esta sección, que como se ha visto podrían haber empezado a utilizar en mayor medida estrategias basadas en el activismo inversor. En relación con esto, es pertinente ahora rescatar el argumento propuesto por Harner (2011), que sostiene que las actividades de inversión con posibles fines de cambio de control basadas en deuda (y no acciones) están pasadas por alto en legislaciones como el Williams Act [que obligan a hacer divulgaciones (“*disclosures*”) de información al adquirir determinadas posiciones pero que no aplican a casos de compra de deuda]. Señala también que la opacidad propia de estos mercados e instrumentos, y la posibilidad de comprar títulos muy por debajo a la par en compañías que atraviesan problemas financieros, generan un clima favorable a la ejecución de estrategias de *takeover* basadas en deuda.

Los actores que pretendan de esta manera llevar a cabo las reestructuraciones de empresas en *distress* pueden hacerlo desde los instrumentos de deuda de una firma como punto de entrada, adquiriendo una proporción de esos títulos de modo tal que se conviertan en acciones en el posterior proceso de reestructuración en caso de que ocurra un incumplimiento (“*default*”). Luego estos actores buscarán recapitalizar la estructura de capital de modo tal de dotarla de una que se adecue mejor a la nueva situación de la firma. (Moyer, Martin & Martin, 2012). Esta sección que ha caracterizado la evolución de este tipo de inversores da lugar a la siguiente, donde se examinan en mayor detalle las estrategias empleadas por los mismos, poniendo foco en los instrumentos de deuda.

Estrategias, riesgo y retorno

Dado que la categorización como “inversor buitre” es más comúnmente empleada por el público o la prensa para referirse a ciertos inversores en ciertos momentos, a menudo resulta difícil reconocer o discriminar una estrategia o estilo de inversión como propia de un inversor buitre. Una similar estrategia de inversión puede ser ejecutada por actores diferentes y que sea percibida por los demás participantes involucrados con una intencionalidad muy distinta, que a su vez los lleve a adoptar acciones en respuesta que pueden diferir sustancialmente.

Como se expondrá a continuación, esa connotación frecuentemente negativa para describir a los mencionados jugadores muchas veces surge de que en esa situación de *distress* financiero u operativo resulta ineludible el reconocimiento de pérdidas. En un análisis estático, esas pérdidas pueden ser percibidas como un aprovechamiento o extracción de valor por parte de los inversores sofisticados especialistas en *distress*. Estos últimos podrían contar con una mayor experiencia y conocimiento que sus contrapartes en este tipo de situaciones. También podría esperarse que presenten una tolerancia al riesgo y un horizonte temporal distintos, producto de haber ingresado en el activo en cuestión en otro momento histórico, a otro precio y con otro perfil de búsqueda de retorno.

A continuación, se exponen las principales estrategias utilizadas por los inversores o fondos especialistas en *distress*. Como podrá observarse y como fue mencionado, esas estrategias no son necesariamente inherentes a este tipo de actores. Las mismas pueden ser muy variadas, dado por la naturaleza propia de la amplitud del mandato de inversión de los diversos fondos que buscan explotar esas oportunidades o por la diversidad de los instrumentos que permiten generar una posición con miras a explotar un determinado resultado. Otro factor importante es el grado de involucramiento que se tiene

en el proceso de inversión, a menudo estrechamente vinculado con el proceso de reorganización por el cual puede estar atravesando la firma en cuestión.

Siguiendo la clasificación propuesta por Altman, Hotchkiss & Wang (2019), una manera de discriminar entre esas estrategias que involucran la inversión en deuda en *distress* es por el nivel de compromiso directo con la firma objetivo, distinguiendo tres grupos: los inversores activos de control, los inversores activos de no control, y los inversores pasivos. Ellos señalan que los instrumentos adquiridos típicamente por cada grupo pueden consistir en diversos tipos de préstamos públicos o privados, incluyendo bonos a menudo denominados basura o *junk bonds*, aunque también pueden encontrarse derivados de créditos o posiciones de venta en corto.

Como explican los autores mencionados, la estrategia de inversión activa con el objetivo de control presenta similitudes con las estrategias tradicionalmente empleadas por los fondos de *private equity*. La diferencia es que el “punto de entrada” con el que se busca finalmente obtener control son títulos de deuda –que pueden ser públicos o privados, como préstamos bancarios-, que permiten tener un involucramiento directo con la administración. Una manera de implementar este estilo de inversión está estrechamente vinculada con los procesos de quiebra, en particular con la estrategia de “*Loan-To-Own*”, realizadas en empresas que atraviesan el Chapter Eleven estadounidense con el objetivo de reorganizarse. Otra manera en que estos actores pueden actuar es mediante una estrategia de “*roll-up*”, donde se busca fusionar empresas de menor tamaño de manera tal que permita explotar sinergias, llevando a una eventual salida. El plazo que ubican desde la entrada hasta la salida -típicamente con una venta- es de aproximadamente dos a tres años, con un retorno objetivo de al menos 15% a 25% por año, y por lo general el tipo de empresas buscadas para realizar este proceso son de gran o mediana capitalización bursátil.

Estos métodos suelen ser utilizados por los inversores con mayor sofisticación dado que no solo requieren un acceso a un capital elevado, sino que también se necesita un conocimiento particular para poder navegar el proceso de toma de control y eventualmente la reorganización de la firma desde el punto de vista no solo financiero sino también operativo. Posteriormente en este trabajo se adentrará en los aspectos salientes del proceso de reorganización en Estados Unidos.

Continuando con la clasificación realizada por Altman, Hotchkiss & Wang (2019), luego ubican en un escalafón menor en cuanto al requerimiento de capital, al grado de sofisticación, y en el retorno perseguido a los inversores que buscan involucrarse en la conducción de la firma pero que no pretenden o no pueden lograr una posición mayoritaria. Existen diversas maneras de ejercer influencia en firmas que atraviesan o no dificultades en un determinado momento en el tiempo. A su vez, aquellas que se encuentren en el proceso de reorganización otorgan a este tipo de actores oportunidades de intervenir en el desarrollo de los eventos futuros de la misma, como puede ser a través de formar parte de los comités de acreedores o proveer financiamiento al Deudor en Posesión³ (contempladas en el Chapter Eleven, que regula este proceso para las firmas en Estados Unidos). En este grupo colocan a inversores que persiguen un retorno algo menor al del grupo anterior, de alrededor de 12% a 20% por año, dado el requerimiento de capital menor. También señalan que el horizonte de inversión es habitualmente de seis meses a dos años, con un foco en empresas de alta o mediana capitalización bursátil que podrían contar con la presencia de otros inversores similares en el proceso que ejercen una menor o mayor influencia en el transcurso de los hechos.

Li & Wang (2016) analizan en mayor detalle el cambio en la composición de los directorios de las firmas una vez que atraviesan el Chapter Eleven, y estudian también la influencia que ejercen los inversores especializados en *distress* en el proceso. En concreto, encuentran que alrededor de dos tercios de las firmas que emergen del Chapter Eleven cuentan con un cambio de CEO y que más de tres cuartos de los mismos son contratados de manera externa. Observan también una rotación muy alta en la composición de los directorios, de alrededor de 80%, donde solo aproximadamente el 20% de los miembros que formaban parte de estos al momento de ingresar en dicho proceso mantienen su lugar en

³ El Deudor en Posesión es la entidad que se encuentra en el proceso de quiebra pero que mantiene la posesión y administración de la propiedad sobre la que distintos acreedores tienen reclamos.

la salida del mismo. Y también encuentran que más de la mitad de las firmas tienen al menos a un inversor “activista” en el directorio.

Por último, Altman, Hotchkiss & Wang (2019) identifican a un tercer grupo de inversores de deuda en *distress*; los inversores pasivos. Los métodos utilizados por este grupo requieren de una menor sofisticación, dado que no es en ningún momento el objetivo influir de una manera directa en la reorganización de la firma. Lo que se busca, en cambio, es simplemente la suba de valor en los títulos de deuda de firmas que se encuentran en dificultades y que logren revertir su situación en el futuro. Dichos títulos pueden llegar a cotizar a valores significativamente por debajo a la par, de manera que no necesariamente podría esperarse un valor cercano al valor nominal (“*face value*”) para obtener un retorno potencialmente alto; movimientos de precio que hagan que aún el valor de los títulos se mantenga por debajo de la par podrían generar retornos interesantes. Ubican el plazo de inversión típico en menos de un año, con un retorno objetivo de entre 10% y 15%.

En relación a una empresa que está atravesando el proceso de reorganización mediante el Chapter Eleven, se ha despertado interés en relación al retorno potencial de este último tipo de estrategias dada la reemergencia de la empresa. Este proceso de reorganización será luego estudiado en mayor detalle, pero generalmente está caracterizado por la aparición de nuevos títulos post emergencia (en el caso de que la reorganización se complete y sea exitosa), y significativos cambios en la estructura de capital de la firma.

El retorno de invertir en empresas que logran salir del Chapter Eleven es estudiado por Eberhart, Aggarwal y Altman (1999). Analizando la performance de más de 130 firmas luego de salir del proceso de reorganización, encuentran excesos de retornos positivos luego de 200 días de la emergencia. No obstante, encuentran que la evidencia de exceso de retorno positivo es débil en el corto plazo. También señalan que hay cierta evidencia que la preferencia de los inversores institucionales de aceptar acciones por sus derechos existentes previos a la reorganización en lugar de otros títulos similares está asociada positivamente con ese retorno positivo. Como estos inversores tienen un mayor acceso a la información podría ocurrir que hay información sobre el valor de las acciones que no estén correctamente reflejadas en el mercado o en el precio inicial.

Si bien la compra de instrumentos de deuda, como ha sido analizada, provee una amplia versatilidad para realizar estrategias de inversión de empresas en situación *de distress*, existen también otras maneras de buscar explotar valor cuando se identifica una firma en esta situación. Es por esto que resulta pertinente rescatar la exposición de las estrategias de inversión realizada por Schultze (2009), quien curiosamente se autodenomina inversor *vulture* o buitres, ilustrando en primera persona algunos de los puntos expuestos anteriormente como las motivaciones, el objetivo buscado y hasta el propio racional de inversión que presentan estos actores.

Una primera estrategia que ubica este autor e inversor en el herramental de un inversor buitres, en línea con las estrategias anteriores, es el de proveer financiamiento desde el primer momento y de forma directa a firmas en situaciones en *distress* financiero. Resulta interesante que señala que se espera que raramente las compañías sean capaces de repagar el préstamo, y que el objetivo desde el primer momento del préstamo es pensado como una adquisición de la empresa. Como es muy posible que la empresa no honre la deuda, en un contexto de reorganización de la firma, esto permitiría al proveedor de ese crédito ubicarse en una posición privilegiada para proveer financiamiento al Deudor en Posesión (en caso de entrar en el proceso de reorganización provisto por el marco legal estadounidense del Chapter Eleven).

Schultze rescata también ventajas de participar en esta “transición” de la situación de la firma desde adentro como un acreedor, dado que se obtienen derechos de información especial, y dada la pobre situación de la firma pueden conferirle un mayor poder en términos del establecimiento de limitaciones (“*covenants*”) e influencia en la dirección de la firma, por ejemplo. Aunque, en línea con lo expuesto anteriormente, advierte que son inversiones a mayor plazo y con menor liquidez. Una vez que se participa del proceso, es mucho más difícil desarmar la posición.

Otra estrategia reconocida por Schultze (2009) es la de emplear derivados para tomar una posición especuladora sobre el precio de una firma. De particular utilidad para implementar esta estrategia es la utilización de una permuta de incumplimiento crediticio (*credit default swaps* o *CDS*), que como define Fabozzi (2008), son derivados extrabursátiles (*over-the-counter*) que permiten comprar y vender protección contra ciertos eventos de crédito. Dada la característica propia de los derivados como clase de activos, los *CDS* pueden ayudar a generar ese efecto apalancamiento en la apuesta. El autor/inversor mencionado es reticente a la utilización de los mismos, dado que argumenta que hay un “doble” riesgo porque no solo se apuesta al default de la firma en cuestión, sino que también es necesario que la contraparte pueda responder por esa deuda. Esto se vuelve especialmente difícil dada la naturaleza extrabursátil del instrumento, donde durante mucho tiempo fue difícil identificar al tenedor del mismo. Además, otro motivo que señala que hace menos atractivos el uso de estos instrumentos es que eventualmente dependerá de la organización ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) reglamentar qué constituye default o no y el monto de pago en cuestión, lo que puede conducir a arbitrariedades que vayan en contra de la intención inicial de comprar cobertura.

Una última estrategia de inversión en situaciones de *distress* reconocida por el autor es la de emplear una combinación de venta en largo y en corto en una operación. Lo que se busca, es posicionarse en largo en los títulos con una jerarquía mayor al mismo tiempo que posicionarse en corto en títulos de menor jerarquía en la estructura de capital de la firma. Remarca también que otros inversores *distress* añaden apalancamiento a esta supuesta operación de cobertura.

Con respecto a este tipo de operaciones de “cobertura”, Altman, Hotchkiss & Wang (2019) realizan un ejercicio teórico de “Arbitraje de la estructura de capital”. Se realiza sobre una firma con una estructura de capital simple, con un bono cupón cero y acciones comunes. Luego el capital (“*equity*”) de la firma se piensa como una opción *call* sobre los activos de la firma, y por paridad *put-call*, la deuda se modela como un bono cero cupón más una opción *put* con un precio de ejercicio equivalente a la cantidad de deuda circulante. Luego, conociendo el valor de la firma, habrá oportunidades de arbitraje en la medida que la volatilidad implícita de los *calls* y *puts* teóricos sean distintas. No obstante, los autores señalan que en la práctica es muy difícil implementar estrategias como estas.

Dado el incremento del riesgo ocasionado por el apalancamiento en este tipo de operaciones, Schultze (2009) argumenta que es preferible simplemente mantener una posición larga o corta en primer lugar. Existen diversas maneras de apostar a la suba o la baja de un activo financiero; como puede ser la compra de un *put* de una acción si se espera que el precio de la misma caiga. En particular, la venta en corto es definida por Brindley (2008) como la venta de un activo financiero que no se posee; dado que se espera que una caída en el precio le permita al ejecutor de la venta en corto recomprar el mismo activo de modo tal que le permita generar una ganancia. Como se ha visto en la sección anterior, este tipo de inversores tienen un historial de combinar la toma de una posesión en corto (o largo) con el activismo.

Alternativas de reestructuración

Una firma que se encuentra en problemas financieros y necesita llevar a cabo una reorganización o reestructuración en Estados Unidos tiene alternativas a entrar en el proceso de Chapter Eleven. Como se expone a continuación, entrar en el mismo provee una serie de ventajas pero también acarrea costos, dado que se le cargan a la nueva figura legal que representa a la firma “en transición” muchos importes como los honorarios de los profesionales que proveerán asesoramiento a algunas de las partes afectadas. La firma puede elegir entre llevar a cabo una reestructuración por fuera de este marco legal, ingresar en Chapter Eleven o bien elegir entre otras formas de Chapter Eleven en las que se negocia de manera previa a la entrada oficial en el mismo con las que luego serán las partes intervinientes en este proceso, de modo que la resolución sea más rápida y menos costosa en términos económicos.

¿Reestructurar por fuera del Chapter Eleven?

Como es señalado por Altman, Hotchkiss & Wang (2019), existen una serie de ventajas de evitar la resolución de los problemas de la compañía por una vía legal. Una es que el *management* de la firma,

si bien tiene que dedicarse a la reestructuración de forma directa con los privados, no tendrá que perder tiempo excesivo en los procedimientos legales de la reorganización y podrá dedicarse a actividades que generen más valor genuino en la conducción de la firma. Otra desventaja de entrar en el Chapter Eleven tradicional es que la cantidad de reclamos contra la firma podrían verse incrementados de manera significativa al conocerse la entrada de la firma en el mismo, dado que *stakeholders* que tienen derechos contra la firma podrían acelerar sus reclamos. Del proceso legal también se desprenderá, de manera natural, las posibles arbitrariedades que puedan presentarse durante el procedimiento que elevarán la incertidumbre (si bien existe un margen de discrecionalidad por parte de la firma para elegir dónde se llevará a cabo el procedimiento legal, como se verá). Otro motivo que no debe obviarse es el daño reputacional que sufrirá la firma.

Formatos híbridos

En adición a la elección entre una negociación privada y la vía tradicional del Chapter Eleven, existen también otros caminos para lograr reestructurar una firma en Estados Unidos, que son los “Chapter Eleven preempaquetados o prenegociados”. En la opción de preempaquetado, lo que se busca es generar acuerdos con los deudores de manera previa al ingreso en Chapter Eleven, que comunican su eventual elección en la votación antes de ese ingreso. La opción prenegociada es similar, solo que la petición formal de la aceptación del plan es pedida a los acreedores luego de entrar en Chapter Eleven. En ambos casos se mantiene la condición de que los votos se obtienen de manera previa. (Altman, Hotchkiss & Wang, 2019).

Las ventajas de esta forma de reorganización son analizadas por McConnel & Servaes (2023). Una primera ventaja que se observa es que podría favorecer soluciones a las dificultades causadas por grupos que se resisten a participar de la reestructuración (*hold-outs*). En la mayoría de los contratos de los bonos se requiere un 90% o más de adhesión para modificar los términos de estos, por lo que un tenedor con un porcentaje relativamente chico podría bloquear la modificación. Si se intentara en su lugar un canje de bonos, aquellos que no acepten el mismo verían su poder incrementado. Como será expuesto posteriormente, el plan de reorganización bajo las condiciones del Chapter Eleven se vuelve efectivo con el consentimiento de la mitad de los acreedores de cada clase y dos tercios del monto total, facilitando la imposición de condiciones sobre grupos que de otra manera no permitirían llevar a cabo la reestructuración.

Otras ventajas que señalan dichos autores son los beneficios impositivos que otorga la entrada en el Chapter Eleven (donde se observan facilidades otorgadas para el traslado de quebrantos impositivos a años posteriores) y, también, que favorece un trato más equitativo entre acreedores. La idea es que, si en el contexto de una reestructuración por fuera de la vía legal del Chapter Eleven, solo algunos de los acreedores aceptaran una quita de capital o intereses, estos verían reducidos sus derechos a reclamar los activos de la firma. En cambio, con los mecanismos provistos por el Chapter Eleven, esa eventual pérdida sería prorrateada entre todos los acreedores.

No obstante, la elección de entrar en Chapter Eleven es una opción atractiva para conducir la reestructuración de una firma en Estados Unidos. A continuación, se exponen algunas de las principales disposiciones y el impacto que estas pueden tener no solo en las posibilidades de emergencia de una firma en *distress*, sino también en las oportunidades que se podrían generar para actores especuladores en este proceso.

Aspectos salientes del Chapter Eleven

Al ingresar en Chapter Eleven, la firma accede a un estatus legal especial que le permite conducirse en este contexto, accediendo a un número de herramientas que le facilitan el objetivo de la reorganización. Entre ellas se encuentran el acceso a financiamiento del Deudor en Posesión, la posibilidad de rescindir ciertos contratos al mismo tiempo que le permite mantener otros, y la posibilidad de interrumpir el pago de intereses sobre la deuda, entre otros. A continuación, se analizan las principales características del proceso y las secciones de la ley que regulan la conducta de la firma durante este procedimiento.

Forum Shopping

El concepto de *Forum Shopping* refiere a la posibilidad de elegir, en un contexto judicial, la jurisdicción o juzgado que llevará a cabo el asunto, de modo tal que permita a ese actor involucrado en el proceso legal direccionar la causa o procedimiento en cuestión hacia un distrito que tenga un historial de comportarse de una manera más contemplativa con los deudores. Como señalan Whitman & Diz (2009) distritos legales como el de Delaware y Nueva York del Sur han tenido a cargo gran parte de las causas de Chapters Eleven en los últimos años por ser considerados amigables con el deudor. Es la sección 1408 la que permite ingresar el caso de reorganización en la ubicación de los principales activos, del lugar principal del negocio, el domicilio o la residencia. Así, y dada la flexibilidad propia otorgada a la constitución legal de las firmas, permite que en el caso de entrada al Chapter Eleven elegido por la firma, la misma tenga flexibilidad para elegir en dónde se desarrollará el caso.

Automatic Stay

Luego de presentarse en Chapter Eleven, puede pensarse la nueva forma legal como un fideicomiso, donde el fiduciario actúa como el Deudor en Posesión. De acuerdo a la Sección 362, que regula la “estadía automática” (*automatic stay*), los acreedores de la firma son inhibidos de reclamar pagos al Deudor en Posesión. En la práctica, sigue en la conducción de la firma aunque con su accionar limitado. El mismo ahora toma responsabilidad por la propiedad del “fideicomiso”, regulada por la Sección 541. Si bien las posibilidades de embargo y el pago de intereses se ven afectados, existe la posibilidad de anular ese beneficio del Deudor en Posesión (por ejemplo, si la propiedad que efectúa de garantía en cuestión no es necesaria para la reorganización). Esto se espera que sea buscado por los acreedores con garantía.

Financiamiento

Otra característica fundamental para la reorganización de las firmas, es el acceso al financiamiento que contempla el Chapter Eleven en la sección 364. El mismo sienta las bases para que el Deudor en Posesión acceda a financiamiento para continuar su operación. Esto resulta necesario para actividades como el pago de sueldos, el financiamiento del capital de trabajo o los honorarios de los profesionales durante el proceso, que pueden representar sumas muy elevadas. Esta sección regula el financiamiento conocido como “*Debtor-in-Possession financing*” o “*DIP financing*”, que es el crédito que se le otorga al Deudor en Posesión y que tiene prioridad sobre todas las deudas administrativas. También establece beneficios como la “súper prioridad” en caso de que el colateral que respalda ese préstamo sea insuficiente.

Como señalan Altman, Hotchkiss & Wang (2019) y como se ha visto, existen inversores especializados que proveen este financiamiento con el objetivo de posicionarse como los futuros dueños de la firma, convirtiendo ese préstamo en una participación accionaria mayoritaria, completando la estrategia conocida como “Prestar para poseer” (“*Loan-to-own*”) en estos contextos. Estos autores también remarcan que los prestamistas anteriores a la entrada en Chapter Eleven podrían ganar una ventaja al controlar el colateral dado el estatus prioritario que tiene el préstamo.

Sobre proveedores críticos

Si bien el código de quiebras de Estados Unidos establece que todos los acreedores que se encuentren en la misma jerarquía deben recibir una distribución equitativa de los pagos efectuados por el deudor, o eventualmente de los activos del deudor, existe jurisprudencia que ha otorgado al Deudor en Posesión la posibilidad de discriminar entre acreedores para permitir la conducción del negocio. Lo que sucede es que hay ciertos proveedores que son críticos para lograr este objetivo (como lo puede ser, por ejemplo, un proveedor de mercaderías que financia el capital de trabajo de una cadena de tiendas minoristas). Si bien estos proveedores críticos están en condiciones de ser impactados por la cláusula de estadía automática, tienen un poder de negociación especial dado que, aunque esa deuda contraída hasta el momento de entrar en Chapter Eleven quede “congelada”, simplemente no continuarán manteniendo la relación con la compañía en reorganización. Por esto, resulta fundamental para el *management* de la firma elegir cuáles contratos respetar y cuáles no. Esto está estrechamente vinculado

con la práctica de *Forum Shopping*, dado que se buscará orientar el caso hacia juzgados donde exista un historial de permitir estas excepciones. (Robinson & Heller, 2020).

Programas de retención de empleados clave (KERPs)

Estos programas, en conjunto con los Programas de incentivos a empleados clave (*Key employee incentive plans* o KEIPs) son mecanismos que permiten la compensación y retención de empleados que se piensan como claves para lograr la restructuración de la firma. Generalmente se trata de managers jerárquicos. Existe una discusión en torno al valor provisto por la implementación de estos programas (Altman, Hotchkiss & Wang, 2019)

Nuevo comienzo contable (“Fresh Start Accounting”)

Esta normativa legal-contable fue establecida en 1991 y permite a aquellas firmas previamente insolventes que emergían del Chapter Eleven distribuyendo más de la mitad del capital accionario a los acreedores previos, ser tratados como un “nuevo negocio”. Esto tiene importantes implicancias desde el punto de vista del reparto de las nuevas acciones entre los participantes que se mantienen, como se verá posteriormente. En el aspecto contable, lo que esto determina es que los activos pueden ser incorporados a valor de mercado y no a valor histórico, muchos de los cuales son activos intangibles. Esto genera que el ratio de deuda sobre patrimonio neto mejore de una manera significativa (Altman, Hotchkiss & Wang, 2019).

Plan de reorganización y votación

Una vez que la firma solicite (o los acreedores soliciten y sea concedido por un juez) la entrada en Chapter Eleven y acceda a esta condición legal especial, debe registrar ante la corte todos sus activos y pasivos, incluyendo los datos de sus acreedores. Estos, a su vez, deben completar las “pruebas de reclamos” antes de una fecha límite impuesta por la firma. Es importante notar que el Deudor en Posesión, una vez entrada la firma en Chapter Eleven, tiene un período de exclusividad de 18 meses para presentar un plan de reorganización, que pueden ser extendidos por dos meses más.

El detalle del plan es presentado en el documento de divulgación (*disclosure statement*), que es el documento que se le presenta a los acreedores y que contiene toda la información relevante para poder tomar una decisión. El mismo incluye una estimación del valor de la firma, el modelo de negocio y los planes futuros, entre otros aspectos importantes.

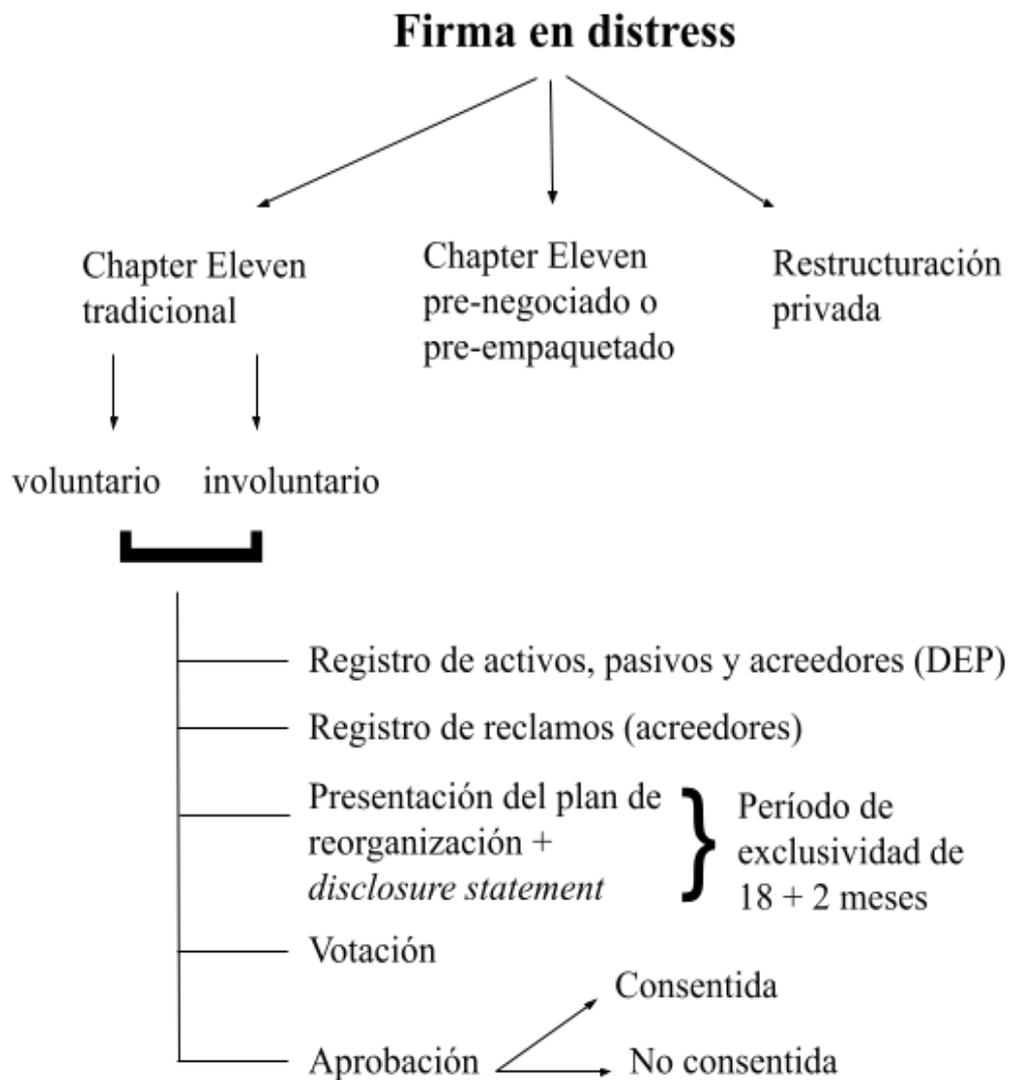
El plan de reorganización puede ser consentido o no consentido. En el primer caso, cada grupo de reclamos (la ley toma en cuenta reclamos y no acreedores) de la misma clase debe votar a favor del plan. Si una o más clases de reclamos votan en contra de este plan, solo será confirmado si se cumplen el requisito de “no discriminación injusta” y que sea “justo y equitativo”. Independientemente de la forma que tome, el plan también debe ser factible; esto es, que la firma pueda cubrir los servicios de deuda una vez haya salido del Chapter Eleven. (Gilson, 2010)

La regla de absoluta prioridad (APR) establece que ningún acreedor puede recibir su pago al menos que todos los demás acreedores con reclamos con una jerarquía mayor hayan recibido su pago por completo. No obstante, no es necesario seguir de manera estricta esto y se evidencian comúnmente desviaciones de la regla de absoluta prioridad. Aunque en el caso de que ocurra una liquidación (Chapter 7), sí se debe respetar ese procedimiento. La motivación por parte de los acreedores de mayor jerarquía de dar consentimiento a la violación de esta regla es que permite una concreción más rápida del plan de reorganización y evita peleas relativas a la valuación con acreedores de menor jerarquía (Whitman & Diz, 2009)

En cuanto a la votación, es importante notar que en el plan de reorganización propuesto por el Deudor en Posesión (que, como ha sido expuesto, tiene exclusividad para hacerlo) se especifican las diferentes clases de reclamos que se reconocen. Dentro de estas clases, hay grupos que se consideran con sus reclamos “intactos” dado que se les reconoce la totalidad de la deuda original y por lo tanto no votan en el plan de reorganización. Otro grupo que tampoco vota son los que, bajo el plan propuesto, no reciben nada. Este grupo se asume que rechazará el plan y por lo tanto no tienen injerencia en el proceso.

Luego, la sección 1126 establece que se considera aceptado el plan por una clase de acreedores si al menos la mitad de los votos (y que además representen al menos dos tercios del monto total en cuestión) dentro de la clase son afirmativos. (Altman, Hotchkiss & Wang, 2019). Las alternativas de reorganización que se le presentan a una firma en problemas financieros en Estados Unidos es sintetizada en el cuadro 1.

Cuadro #1: Alternativas de restructuración



Fuente: elaboración propia

Creación o destrucción de valor por parte de los fondos *distress*

Como fue expuesto, estos inversores han sido catalogados de diversas maneras a lo largo del tiempo no solo en los medios de comunicación sino también en entornos académicos (como se puede ver en los títulos de los trabajos mencionados a continuación). En situaciones de *distress* y reorganización, es

importante notar que a menudo esta caracterización de los fondos de inversión como buitre se basa en el comportamiento que se les acusa en estos procesos. Como fue tratado en la sección anterior, el Chapter Eleven en particular es un proceso complejo, en el que se debe presentar un plan de reorganización en el cual claramente algunas partes pueden resultar más afectadas que otras. Y como se verá a continuación, hay quienes atribuyen a esa pérdida de valor como parte de una acción deliberada e intencionada de estos fondos. Otra función importante que ha sido estudiada en la literatura es el papel de estos fondos en el mejoramiento de las capacidades operativas y financieras de la empresa; en particular, cómo su experiencia y conocimiento podría crear valor y hacer deseable su intervención.

Este interés por la influencia de este tipo de inversores puede observarse desde varias décadas atrás. Hace ya más de 25 años atrás, Hotchkiss & Mooradian (1996) condujeron un estudio analizando la presencia de los autores comúnmente denominados “buitres” durante las distintas etapas del proceso de reorganización de una firma, con énfasis en los cambios en el gobierno corporativo y su impacto en los valores de mercado de las compañías. Para esto, construyeron una muestra de 288 firmas que entre los años 1980 y 1993 incurrieron en default en su deuda pública. Los autores descubren que en alrededor del 60% de esa muestra se cuenta con la presencia de inversores buitre. Encuentran también que los instrumentos financieros que utilizan para actuar son frecuentemente los títulos de deuda de la firma, que compran mediante una actividad normal de *trading*. Otro hallazgo del estudio es que los “buitre” frecuentemente buscan adquirir más de un tercio de los títulos totales de una clase, de modo tal que los posicione con una mayor influencia y poder de negociación en la eventual restructuración (como ha sido expuesto, dadas las características del proceso de reorganización en Estados Unidos).

En su estudio ponen foco en los cambios en el *management* y en el directorio a partir de la entrada de estos jugadores. Encuentran que en alrededor del 28% de los casos de la muestra, los inversores buitre luego obtienen un lugar en el directorio, que en alrededor del 9% se convierten en CEOs o *Chairmans* de la firma y que en la práctica se obtuvo un cambio de control en sentido amplio (ya sea porque ocupan el puesto de CEO o tienen mayoría de las acciones con derecho a voto) en alrededor del 16% de los casos. Lo interesante relativo a la creación o no de valor por parte de los inversores buitre, es que encuentran que las mejoras en la performance en relación a la situación *predefault* son mayores cuando un inversor buitre alcanza alguna de las posiciones de influencias mencionadas. No obstante, cuando hay involucramiento de estos inversores solo en fases iniciales y no mantienen un rol activo en el proceso de restructuración, no encuentran evidencia de que la performance de la firma sea comparativamente mejor que en situaciones de reorganización donde no están presentes inversores buitre.

En línea con ese estudio realizado muchos años atrás, Jiang, Li & Wang (2012) conducen un relevamiento más reciente de la actividad de estos inversores (que ahora estos autores denominan *hedge-funds* y no buitres) y buscan entender cómo crean o destruyen valor en el proceso de reorganización de firmas que atraviesan el Chapter Eleven. Reconocen una variedad de estrategias empleadas, en línea con lo expuesto anteriormente, y construyen una muestra de 474 casos de empresas que entraron en Chapter Eleven entre 1996 y 2007. La diferencia temporal del estudio permite ilustrar en la evolución en el tiempo de las tendencias reconocidas en el trabajo de Hotchkiss & Mooradian (1996); en el reciente estudio encuentran presencia de *hedge funds* en casi la totalidad de los casos de la muestra (90%). Esta presencia de los mismos se manifiesta en una mayor probabilidad de emergencia de la firma en el proceso de reorganización, mayor probabilidad de reconocimiento de derechos a los tenedores de títulos de menor jerarquía en la estructura de capital, mayor probabilidad de pérdida de control por parte del Deudor en Posesión (que podría de una manera ser entendido como los anteriores “dueños” de la firma) en la conducción del proceso de reorganización, mayor rotación del *management* jerárquico y también mayores probabilidades de implementación de programas de retención de empleados clave (KERPs).

En cuanto a la discusión en torno a cuánto de ese valor creado se logra por un incremento genuino (vulgarmente llamado “agrandar el pastel”) y cuánto mediante la extracción de valor a otros participantes (a menudo llamado “agrandar su porción particular”), Jiang, Li & Wang (2012) encuentran que la evidencia que arroja su estudio está más a favor de la primera, y que la presencia de los *hedge funds* en estos procesos está asociada tanto con un mayor valor de recupero de la deuda total

(independientemente de la calidad de asegurada o no) y con una reacción positiva en los mercados al momento de entrada al proceso de quiebra.

En la misma dirección de estos dos estudios se encuentra otro trabajo similar realizado por Lim (2015). También investiga el rol de los *hedge funds* activistas en 469 casos con distintos tipos de restructuración en Estados Unidos, que incluyen tanto restructuraciones llevadas a cabo en el marco privado, como restructuraciones dadas en el marco del Chapter Eleven (tanto en su formato tradicional como preempaquetado). Encuentra que la presencia de estos actores está asociada con diversos beneficios en la restructuración, como lo son una mayor probabilidad de éxito en la restructuración, una mayor disminución de la deuda de la firma y un proceso de reorganización más rápido.

Con respecto al “punto de entrada” en la estructura de capital en el proceso de *distress*, Jiang, Li & Wang (2012) señalan que la deuda no asegurada (*unsecured debt*), que da un carácter de “soporte” (*fulcrum*) es la opción más popular por parte de los *hedge funds*. En particular, orientan su elección a compañías en donde la deuda asegurada se encuentra sobre colateralizada. Esta condición facilitaría su repago sin generar que los tenedores de esa deuda tengan la posibilidad de ejercer una mayor influencia en el proceso de reorganización y en cierto modo vean sus objetivos en conflicto con los *hedge funds* que pretendan en última instancia obtener parte del capital accionario de la firma. Este posicionamiento buscado refleja una mayor sofisticación por parte de estos inversores y la importancia de saber elegir en qué firmas involucrarse, y la evidencia empírica obtenida en este gran número de casos analizados por estos autores es consistente con el relato en primera persona realizado por Schultz (2012).

Un área donde los inversores expertos en situaciones de *distress* financiero pueden explotar oportunidades para obtener altos rendimientos es en la valuación que se hace de la firma una vez que la misma entra en el Chapter Eleven. Esta valuación será la que determine cuánto dinero, acciones o nuevos títulos recibe cada parte que tiene un derecho contra la firma en reorganización. El punto central de las reglas de *Fresh start accounting*, que aplican en este caso en Estados Unidos, es que requiere que todos los activos de la firma sean valuados a un precio justo o *fair value*. Y como la mayoría de estos activos no pueden ser contrastados con un valor de mercado con una alta liquidez que otorgue fácilmente un precio preciso, estos valores se basan principalmente en proyecciones que son realizadas por el *management* de la firma (en este caso el Deudor en Posesión) con el apoyo de expertos. Esto le otorga un margen de discrecionalidad al *management*, que puede influenciar esta valuación. (Gietzmann, Isidro & Raonic, 2017).

El conflicto de interés clásico entre *management* y *shareholders* abordado anteriormente dio lugar al debate sobre el gobierno corporativo. Pero en una firma que atraviesa una situación de reorganización financiera y legal estas relaciones se ven modificadas, dando lugar a nuevos conflictos de interés dados los posibles resultados de ese proceso y cómo podrían afectar a cada actor involucrado. Bharat, Panchapegesan, & Werner, 2010 analizan el impacto del marco legal del Chapter Eleven en la conducta del *management* y en su relación con los que tienen derechos en contra de la firma en problemas que ahora administran. Según los autores, uno de los impactos de la generalización del uso del Financiamiento del Deudor en Posesión y los *Key Employee Retention Plans* (entre otros programas reglamentados por la ley) ha sido la mayor rapidez por la cual las firmas emergen de la quiebra y que los acreedores han ganado un mayor poder en la conducción de ese proceso de reorganización. En otras palabras, los tenedores de deuda emitida por la firma podrían influenciar en mucha mayor medida la conducta del *management*.

Dada esa relación dinámica y cambiante entre el poder relativo de las partes involucradas en el proceso de Chapter Eleven, en el que los tenedores de títulos de deuda de una firma pueden tener un mayor poder, resulta muy interesante el estudio llevado a cabo por Ivashina, Iverson & Smith (2016). En el mismo se analiza la transferencia de propiedad de esos títulos entre bancos, acreedores comerciales, tenedores de bonos e inversores activistas (dentro de los que caerían los denominados buitres y que se analizan en los otros estudios mencionados) una vez producido el ingreso de la firma en el proceso de Chapter Eleven. Encuentran que estos últimos inversores realizan aproximadamente el 70% de las compras netas de los títulos que dan lugar a reclamos contra la compañía, mientras que los acreedores comerciales realizan aproximadamente el 70% de las ventas netas de esos títulos. Dicho de otro modo,

estos inversores activistas o buitre buscan acumular posiciones que les permitan ejercer una mayor influencia en la reorganización.

Ahora bien, el conjunto de derechos de los acreedores de una firma que se encuentra en Chapter Eleven es por lo general heterogéneo tanto en los propios instrumentos como en el perfil de inversión de sus tenedores. Es de interés en particular los títulos llamados *fulcrum*, dado que es el último grupo de títulos que otorgan al tenedor una compensación en la restructuración. Este título tiene características que hacen que ese tenedor generalmente obtenga el control de la firma, dado que los de menor jerarquía no obtienen nada y los de mayor jerarquía obtienen cobertura por el total del reclamo, dando lugar a que al dueño de estos papeles se los recompense con capital accionaria en la firma emergente. (Moyer, Martin & Martin, 2012). Es por esto por lo que un inversor buitre o activista busca activamente este título si lo que se pretende es obtener el control de la firma (Schultz, 2012).

En línea con lo expuesto y retomando la cuestión de la valuación de la firma en el proceso de reorganización, Gietzmann, Isidro & Raonic (2017) realizan un estudio cuyos resultados sugieren que es mediante el mecanismo de valuación que los fondos buitre buscan distorsionar el resultado de manera tal de posicionarse ellos mismos como los beneficiarios del mayor capital accionario de la empresa emergente. De esta manera, si son tenedores en su mayoría de títulos de relativamente baja jerarquía, buscarán influenciar al *management* de modo tal de lograr una mayor valuación y que así exista un mayor número de acreedores que sean repagados totalmente y no accedan a repago en capital accionario. De manera análoga, puede darse la situación inversa si tienen títulos con una jerarquía mayor, buscando que aquellos que se encuentran por debajo en la prioridad de los reclamos en la estructura de capital no obtengan nada. Estos hallazgos sugieren que los altos retornos que podrían tener estos fondos en caso de que la estrategia pueda ejecutarse de manera exitosa pueden deberse a una extracción de valor de otros participantes, y no únicamente por las mejoras en eficiencia en la firma y la rapidez que le proveen al proceso de emergencia de la firma.

Estos autores ilustran esta maniobra con el caso de la empresa Visteon, que ingresó en Chapter Eleven y en donde inversores buitre compraron una larga posición de títulos de deuda subordinada o “*junior*” que tenían un valor de recuero cercano a cero en el plan original de reorganización. Luego, estos inversores influyeron en el proceso llevando la valuación de 1.000 millones de dólares a aproximadamente 2.500 millones de dólares, lo que les otorgó el 16% del capital accionario de la firma. La misma, tan solo tres meses después tendría una capitalización de mercado de 3.500 millones de dólares.

Este mecanismo de causalidad propuesto en donde el inversor activista ejerce influencia sobre el *management* y el *management* ejerce influencia sobre la valuación de la firma es consistente con los hallazgos de Jiang, Li & Wang (2016), que encuentran que el involucramiento de este tipo de inversores en firmas que atraviesan el Chapter Eleven resultan en un alto porcentaje de casos con la toma de puestos en el directorio o de la gerencia por parte de estos inversores.

En otro estudio que analiza el impacto de los inversores activistas en los procesos de reorganización de firmas en *distress*, Harner, Griffin & Ivey-Brickenbecker (2014) coinciden en que estos jugadores pueden ejercer una influencia significativa en el desarrollo de los eventos, pero afirman que la evidencia encontrada no sugiere que sean creadores de valor. Señalan también que, aunque los datos sugieren que las firmas en las que se involucran tienen más chances de reemerger, esto podría estar dado por la capacidad de elección del fondo de inversión sobre en qué caso involucrarse o por las tácticas empleadas, entre otros factores. No obstante, rescatan que su presencia tiene una mayor probabilidad de acarrear cambios en el *management* con la incorporación de expertos en restructuración (comúnmente denominado CRO o *chief restructuring officer* cuando estas personas ocupan el cargo de CEO), y esto podría ser beneficioso para la firma y los demás *stakeholders*. Con respecto a la pregunta de la creación de valor a partir de la intervención de estos fondos, estos autores sostienen que la respuesta dependerá de quién responda y qué lugar ocupe en la estructura de capital de la compañía.

La reseña de la literatura realizada en esta sección permite observar características potencialmente positivas y negativas de la intervención de los fondos *distress* en los procesos de reorganización de las firmas. En la siguiente sección se analizará la creación y destrucción de valor para distintos actores

involucrados en los casos de restructuración de las empresas Kmart y Sears. Este caso es interesante para analizar este tópico dado que cuenta con dos ingresos en Chapter Eleven, la presencia de inversores denominados buitre y con ejemplos de creación y destrucción de valor a lo largo del tiempo.

Análisis de caso: del éxito de Kmart al fracaso de Sears

A continuación, se estudiará la creación y destrucción de valor por parte del fondo ESL Investments, liderado por Edward Lampert, en las firmas Kmart y Sears. Este fondo logró tomar el control de Kmart a través de la compra inicial de deuda en *default* de la compañía, que luego utilizó para involucrarse en el proceso de reorganización de la misma, cuando atravesaba un proceso de Chapter Eleven. ESL Investments podría haber ayudado a la firma a emerger más rápido en su proceso de reorganización, y luego se observó una suba muy importante en el precio de las acciones de Kmart post emergencia. Luego, ESL Investments buscó fusionar a Kmart con la firma Sears, conformando Sears Holdings Corporation. A pesar de algunos resultados iniciales prometedores, eventualmente Sears Holdings ingresaría en Chapter Eleven, pero no lograría emerger del mismo como una firma pública.

A través de estos dos casos de firmas de la industria del *retail* en Estados Unidos, se pueden observar tanto historias de creación como de destrucción de valor a lo largo del período bajo estudio. Se comenzará haciendo una descripción de la industria en la que operan estas firmas, con foco en Estados Unidos. Esta descripción inicial de la industria permitirá entender las fortalezas y debilidades con las que contaban tanto Kmart como Sears. Luego, se analizarán las historias de creación y destrucción de valor en un orden cronológico.

La evolución de la industria del *retail* y el papel de Kmart y Sears

Los orígenes y la evolución de Kmart

De acuerdo a la información pública provista por la firma, los orígenes de Kmart se remontan a fines del siglo 19, y guardan una estrecha vinculación con el inicio y el desarrollo de la industria del *retail* en Estados Unidos, dado que esta firma ha protagonizado una gran parte de los mayores hitos de la industria. En principio podría generarse la idea de que es una industria no muy intensiva en tecnología y que el éxito en la misma podría basarse mayormente en aspectos fundamentales y con relativamente pocos cambios de tendencias en tiempos cortos, tales como la propuesta de valor, la orientación al consumidor y la estrategia de localización de las tiendas.

El fundador de las primeras tiendas de la que luego sería la cadena Kmart, Sebastian Spering Kresge, trabajaba como vendedor y así conoció el concepto de las llamadas tiendas “*Five-and-Dime*” (cinco y diez centavos), a fines del siglo 19 a través de su relación comercial con Frank Winfield Woolworth. Luego de la primera apertura de algunas tiendas, en 1899 se produce la apertura de las primeras tiendas con el nombre de Kresge en el estado de Detroit.

El concepto de las tiendas estaba en línea con el llamado “*Five-and-Dime*” mencionado, y se buscaba vender una gran cantidad de productos a precios bajos y con esa escala poder generar un volumen elevado de clientes. La primera década mostró resultados positivos para el negocio, que se expandía año a año y hacia 1912 contaba con 85 tiendas con ventas anuales de más de 10 millones de dólares de la época. Esto llevó también a una creciente profesionalización de la firma, que en ese año se incorpora en el Estado de Delaware. Cuatro años más tarde, en 1916, la firma tendría una reincorporación en el Estado de Michigan, que luego a través de las décadas serviría como base legal de Kmart.

Dos años después, se produciría uno de los hitos más importantes en la historia de la compañía como lo fue la incorporación de la misma (bajo el nombre S.S. Kresge Company) en el New York Stock

Exchange. De esta forma pasaría a ser una compañía pública y se le presentaría con esto nuevas oportunidades y desafíos, en un contexto de fuerte cambio, crecimiento y por momentos alta volatilidad que mostraba tanto la economía estadounidense como la industria del *retail*. Esta larga historia de la firma permite a simple vista observar que atravesó algunas de las peores crisis financieras, cambios de mercado e inclusive demográficos y geográficos por parte de sus consumidores como una empresa establecida y con una escala importante.

Ya en el siglo 20, y lejos de esos inicios, Gilson & Abbott (2009) ubican en 1962 la apertura de la primera tienda bajo el nombre de Kmart. Luego se produciría un rápido ascenso de ese tipo de tiendas, y hacia 1966 la cadena contaría con 162 tiendas bajo el nombre de Kmart y 73 tiendas bajo el nombre de Kresge, con una facturación total de más de mil millones de dólares. Gilson y Abbott rescatan las políticas de innovación en cuestiones de publicidad, y señala que hacia mediados de la década de 1980 se buscó la expansión en otras áreas que no estaban estrechamente vinculadas con la oferta de mercaderías a precios competitivos. Es así como tuvo lugar un proceso de adquisiciones de otros *retailers* en diversas ramas de la industria, como lo eran los libros, los bienes de uso deportivo y de insumos informáticos. Esta experimentación inicial no tendría éxito, y hacia mediados de la década de 1990 Kmart buscó retirarse de todas esas líneas de negocios.

Ese abandono de negocios en ramas alternativas de la industria del *retail* coincide con la puesta en foco de la expansión de sus hipermercados (“*supercenters*”), produciéndose la primera apertura del mismo en el año 1991. Estas grandes tiendas de Kmart contaban con la particularidad de estar abiertas al público todo el día, todos los días, y ofrecer un rango de servicios y productos muy amplios. (Gilson & Abbott, 2009)

La industria del *retail* en Estados Unidos: tecnología, escala, localización y segmentación

Cuando se observa a los *retailers* tradicionales en Estados Unidos, no hay lugar a discusión sobre cuál es la firma principal: es Walmart. El ascenso de Walmart es llamativo porque tanto Kmart como Sears tienen historias corporativas que datan de una mayor extensión temporal, y fueron mucho más grandes (en todas las métricas posibles) que Walmart en algún momento del tiempo. Dados también los aspectos principales que se mostraron en la conducción de Kmart y Sears bajo el control de ESL Investments, en esta sección se analiza la estrategia de expansión geográfica y de apertura de tiendas llevada a cabo por Walmart, algunos aspectos de sus patrones de inversión y cómo ha ido afectando a sus principales competidores a medida que lograba imponerse sobre ellos.

La estrategia inicial de expansión de Walmart en comparación a sus competidores

Laulajainen (1987) estudió la forma en la que se produce la difusión de las firmas en la industria del *retail*, y resalta los elementos de contagio y de jerarquía en ese proceso. Poniendo el acento sobre el tipo de empresas que se trabajan aquí, hace notar la importancia de grandes depósitos de almacenamiento propios dado el bajo margen con el que comercializan sus productos y analiza las diferencias en las estrategias que conducen las firmas dadas sus capacidades de financiamiento y escala. Dados estos factores, una firma con menores recursos podría tender a una expansión de tiendas en donde se haga uso de la infraestructura existente y que ponga como objetivo la difusión a partir de un efecto contagio en localidades relativamente pequeñas. En cambio, las grandes firmas podrían tener como objetivo la maximización de la cuota de mercado y esto haría que prioricen las grandes áreas metropolitanas.

Trabajando puntualmente sobre la estrategia de difusión de Walmart, Laulajainen (1987) la resume como “una estrategia de difusión jerárquica en orden inverso” y nota importantes diferencias con sus competidores. Entre estas diferencias, reconoce el hecho de construir centros de depósito antes de realizar la apertura de tiendas y que puso el foco en ciudades muy pequeñas antes que en grandes áreas metropolitanas, en las cuales se buscaba penetrar solo después de saturar las áreas rurales. Cuando se

lograba esto, la expansión hacia áreas metropolitanas era conducida de manera algo agresiva, buscando la apertura de muchas tiendas con el objeto de reducir los costos de distribución y de publicidad.

Graff & Ashton (1994) retoman luego de varios años el trabajo de Laulajainen (1987) y reconocen tres fases en la historia de expansión de Walmart. La primera fase es ubicada en el período que va de 1962 a 1974, en donde la empresa se financiaba principalmente con préstamos bancarios y reinversión de utilidades. Ubican a esta primera etapa de expansión en línea con el “patrón contagio” identificado por Laulajainen. Desde el punto de vista geográfico, se da en esta primera etapa que la apertura de tiendas se produce exclusivamente en un radio de 400 millas de Bentonville, ciudad donde se ubicaba la casa matriz de Walmart. Es en esas ubicaciones geográficas en donde también Graff y Ashton señalan que se evitó la competencia con firmas de mayor tamaño, dado que los grandes competidores las consideraban localidades con poblaciones demasiado pequeñas para despertar su interés; como dato anecdótico que sustenta esta explicación, ejemplifica con el hecho de que Walmart abrió tiendas en lugares donde ni siquiera se cumplía con el mínimo de población necesario para calificar en el censo estadounidense como centro urbano. Esta fase llegaría a su fin a partir de 1970, año en el que se produce la oferta pública inicial de las acciones de Walmart y que le darían una expansión más rápida dada la mayor disponibilidad de capital. Es en ese mismo año y a partir de esa oferta pública inicial de acciones que se produce la primera apertura de un centro de almacenamiento propio en la localidad de Bentonville.

Luego, Graff y Ashton ubican a la segunda etapa de expansión en el período que va de 1975 a 1984, donde se produce un crecimiento tanto por la apertura de locales propios como por la compra que se realizó de tiendas de sus competidores que tenían un desempeño más pobre. Estos autores resaltan la importancia de las adquisiciones, dado que le permitieron a Walmart perseguir una estrategia de expansión mucho más agresiva que la llevada a cabo previamente. Puntualmente reconocen que la adquisición de 92 tiendas de la cadena Big K significaría la entrada de Walmart en áreas metropolitanas, donde ahora comenzaría a competir con otras grandes cadenas como Target y Kmart. Caracterizan a Walmart en este período como un jugador que se orientó en conseguir un crecimiento más rápido, más fuerte financieramente, y que hacia 1985 lograba competir de manera exitosa contra cadenas de tiendas con las que era impensado hacerlo años atrás, a pesar de algunos números que resultaron decepcionantes al inicio del período dada esa nueva dinámica competitiva. También resalta el hecho de que se dio de una manera bastante sistemática la compra de competidores más ineficientes, lo que sería indicativo de un diferencial en la productividad que alcanzó Walmart con respecto al resto y que luego se acentuaría, y también que se profundizó en la apertura de centros de almacenamiento en localidades ya muy distantes a Bentonville.

Por último, estos autores que escriben en 1994 reconocen o discriminan una tercera etapa de expansión a partir de 1985, en la que la firma comienza a experimentar con otros formatos de tiendas buscando continuar expandiendo su volumen de ventas. Es aquí donde ubican la expansión del formato de hipermercado que luego sería el más popular entre Walmart, Target y Kmart. Y aquí reconocen que Walmart pone como un claro objetivo los comestibles, donde se comenzaría a popularizar ese formato de tiendas que contaban con comestibles y tiendas tradicionales de productos. Ya en este período reconocen cierta distancia de ese patrón de expansión “contagioso” propuesto por Laulajainen, y señalan un crecimiento aún más agresivo.

El propio Sam Walton (1992) relata en primera persona la estrategia de localización de las tiendas Walmart en su memoria “*Made in America*”. Según el fundador de la cadena de tiendas, su estrategia inicial se basaba en buscar deliberadamente ubicaciones para sus tiendas que se encontraran en las afueras de las ciudades y no dentro de las mismas, en anillos geográficos que estuvieran por fuera de las principales áreas urbanas de manera tal que los consumidores busquen ir en automóvil a los puntos de venta. Señala también que tenían gastos en publicidad menores a los de la competencia, y que se sustentaban mucho en el “boca en boca” y la buena reputación que la tienda generaba en cada ciudad en la que se establecían.

Esta estrategia de no competir directamente en las ubicaciones en las que mantenían locales los grandes jugadores del *retail*, según Walton, nació de la necesidad y de la imposibilidad de competir con ellos. Puntualmente menciona que Kmart basaba su crecimiento en la continua apertura de tiendas a lo largo de las grandes ciudades de Estados Unidos, y contaba con sistemas de distribución ya instalados que hacían fácil ese crecimiento extensivo. Esto era imposible de ser ejecutado por Walmart, que en ese momento era un jugador mucho más pequeño. En cambio, se buscó construir tiendas en puntos cercanos a los centros de distribución, de manera que la reposición de inventarios sea más rápida y también que facilite el control de las mismas por el personal jerárquico y los gerentes de cada distrito. En concreto, se estableció el objetivo de que cada tienda tenía que localizarse a menos de un día de viaje del centro de distribución más cercano.

Si bien pueden naturalmente surgir cuestionamientos con respecto a la rigurosidad y la veracidad en el relato de los hechos que puede tener una autobiografía como la de *Made in America*, la descripción de la evolución de la industria del *retail* realizada por los autores citados previamente es consistente con el relato en primera persona de Sam Walton. Un punto que resulta muy interesante es cómo se pensó la naturaleza del negocio entre los distintos competidores, donde Walton (1992) critica el enfoque de Kmart y otros y rescata como una ventaja de Walmart el hecho de que no se tuviera que preocupar excesivamente por el aspecto inmobiliario del negocio. Allí argumenta que sus competidores gastaban excesivo tiempo y recursos en cuestiones como permisos de construcción y leyes de zonificación; cuestiones que surgían por el enfoque más urbano que elegían en su estrategia.

¿Tecnología o escala y ubicación? Los factores económicos detrás del éxito de Walmart

Algunos de los aspectos centrales para entender tanto el éxito sostenido en el tiempo de Walmart como la caída de Kmart y Sears son el costo y la escala. Adelantando la tesis de inversión de Edward Lampert, quien luego tomara el control de Kmart y Sears, sostenía que una de las claves del éxito era tener operaciones más pequeñas y rentables que sus competidores. Este es un punto controversial porque el éxito de Lampert no pudo ser sostenido en el tiempo, y es por ello que resulta pertinente estudiar las posibles causas del éxito de Walmart. En particular, interesa cómo la escala podría haber sido un factor causal importante y cómo la explicación de los costos (que en principio podrían ubicarse más en línea con lo propuesto por Lampert siguiendo criterios de eficiencia) podrían haber impactado.

Basker & Van (2007) estudian la cuestión de la escala y los costos como factores del éxito de Walmart, reconociendo la dificultad empírica de distinguir entre estas dos explicaciones. Esta dificultad se originaba porque el crecimiento de Walmart podría ser producto de menores costos frente a sus competidores, pero podría ser que la propia expansión de Walmart haya sido la que le permitió lograr economías de escala, que a su vez le hubiera permitido reducir costos frente a sus competidores. Es por eso por lo que proponen que en realidad esas dos explicaciones están fuertemente relacionadas, y hacen hincapié en la mejor tecnología con la que contaban con respecto a sus competidores como un factor clave que les permitió crecer, y ese crecimiento a su vez fue lo que generó economías de escala. Si se toma esta visión, sostienen estos autores, no podría ubicarse a la escala como el factor de raíz de esa superioridad sino como un efecto amplificador de una diferencia existente.

Estos autores también llevan a cabo un estudio econométrico en donde buscan estimar el costo marginal de una venta adicional con relación a la escala. Lo que encuentran es que un 10% de aumento en las ventas totales ocasionarían una disminución del costo marginal en un 2%. Intuitivamente, este resultado podría estar vinculado al hecho de que una mayor escala y cantidad de activos fijos le permitirían a Walmart comprar cualquier insumo o producto a un costo promedio menor que el de competidores con un menor tamaño.

Un punto interesante en el desarrollo y el mejoramiento del negocio de Walmart es el que se da en la profundización y transformación de las relaciones de Walmart con los proveedores a partir de la apertura de la información provista por sus sistemas. Walton (1992) comenta que en la industria no existía una

cultura de cooperación, de intercambio de información, de planeamiento y de sistemas conjunto. Y esa posibilidad de que grandes jugadores como Walmart y otros proveedores importantes explotaran potenciales sinergias que otorgaban los sistemas de información (principalmente de Walmart) fue probada con éxito primero con P&G y luego con otros proveedores.

El fundador de Walmart relata que a través de este acuerdo con P&G, esta última podría a partir de ese momento monitorear la información de ventas e inventario en tiempo casi real en las tiendas de Walmart y con ello optimizar distintos procesos como el envío de mercaderías a cada una de las tiendas. Estos acuerdos luego se fueron generalizando con más proveedores, y ese primer intercambio con P&G sirvió de modelo para las relaciones con los mismos. Dentro de este relato en primera persona se puede realizar una cierta lectura entre líneas en donde se muestra el poder relativo de negociación que poseía Walmart y cómo este avanzado tratamiento de la información permitía explotarlo aún más. Walton argumentaba que la única manera de lograr la mejor combinación de precio y calidad era a través de un acuerdo “honesto” en donde los proveedores busquen reducir los precios al máximo posible, y que esto era posible a partir de la previsibilidad que Walmart otorgaba en la demanda en plazos de hasta un año, a su vez posibilitado por estos sistemas. Esa alta previsibilidad en la demanda y oferta de productos entre la cadena de tiendas y sus proveedores tenía efectos positivos sobre el mejoramiento de la cadena de suministro (Walton, 1992).

Ese desarrollo de sistemas de información por parte de Walmart generó externalidades de red que favorecieron y fomentaron la adopción de esas tecnologías por parte de los *stakeholders* de esta firma, como es señalado por Useem (2003), quien estudia el cambio en el comportamiento que Walmart ejerció sobre sus proveedores más importantes. Según Useem, el poder de negociación y de compra de Walmart hizo que cientos de proveedores establecieran oficinas permanentes en la ciudad de Bentonville para facilitar estas relaciones.

Sam Walton (1992) sostenía que Walmart tuvo una cultura de innovación y de búsqueda de mejores sistemas de procesamiento de la información desde una etapa muy temprana, donde se buscaba que la gerencia de cada tienda tuviera acceso detallado a los números de las mismas, y que esto pudiera ser compartido con el *management* general de Walmart. Luego, a lo largo de los años invirtieron cientos de millones de dólares en computadoras y satélites para eficientizar ese proceso y lograr transmitir la información de manera más rápida y con un mejor procesamiento.

Otra fuerza económica que se estudia en el éxito de Walmart son las economías de densidad; donde la ubicación de muchas tiendas cercanas las unas a las otras generan beneficios derivados de menores costos de distribución y publicidad, y también de otros efectos como lo podrían ser una mayor facilidad para el entrenamiento de la fuerza laboral. Estos efectos económicos positivos producto de la densidad habrían contrarrestado los efectos negativos que podrían haberse dado producto de la disminución de ventas en cada tienda a nivel individual, dada la cercanía de otras tiendas (Holmes, 2006).

Observando la progresiva expansión de productos que se fueron ofreciendo en las tiendas de Walmart, Basker, Klimek & Van (2007) reconocen el efecto de las economías de alcance en ese crecimiento de Walmart. El término hace referencia a la posibilidad de generar ganancias de eficiencia a partir de producir u ofrecer determinados bienes en conjunto, en lugar de hacerlo por separado. Argumentan que a partir de la interacción entre las economías de escala y alcance, se produce que el tamaño óptimo de la cadena de tiendas se incremente con el aumento del número de tiendas, y que el tamaño óptimo de las tiendas se incremente a medida que aumente la cadena de tiendas.

Chen (2003) indagó en las intenciones iniciales de la ambiciosa y agresiva estrategia de expansión ejecutada por Walmart, donde indica que la motivación original podría haber estado dada por el objetivo de lograr un poder capaz de contrarrestar a los proveedores y así poder lograr una reducción de costos.

En suma, tanto la escala como la inversión en tecnología e infraestructura dotaron a Walmart de una ventaja con respecto a sus competidores. Las economías de escala, de alcance y de densidad, entre otras, son factores que parecieran haberse retroalimentado. Esto podría explicar en una parte importante la

diferencia en performance entre Walmart y Kmart. Como se verá a continuación, tanto Kmart como Target parecieran haber coincidido en la importancia de la escala, en donde se observa que desarrollaron modelos de grandes hipermercados que compartían muchas similitudes.

La expansión del hipermercado hacia mediados de la década del 2000

Realizando un análisis en mediados de la primera década de los 2000, Graff (2006) analiza nuevamente la expansión reciente ya no solo de Walmart sino también de Kmart, Target y otros competidores que considera menores a estos tres. Según este autor, ya varias cadenas de tiendas comenzaron a enfocarse en este formato de tiendas que combinaba las categorías de productos tradicionalmente ofrecidas en estos departamentos de descuento con los comestibles, que se volvieron con el paso de los años un aspecto estratégico con mayor importancia. En línea con sus trabajos anteriores, continúa caracterizando a Walmart como la firma principal, que ha logrado imponer con su modelo de experiencia de compras (en donde se buscaba que los clientes realicen en una sola parada en la tienda una compra de productos de alto volumen y muy amplia) el formato dominante.

Como es expuesto por Graff (2006), el formato de gran hipermercado que luego se extendió con gran masividad en Estados Unidos tiene su origen en países europeos. Luego de la apertura de las primeras tiendas de descuento aproximadamente dos décadas atrás, en 1980 tanto Walmart como Kmart abrieron sus primeras tiendas que combinaban el servicio de tiendas de comestibles con un gran almacén de descuento. Según Graff, tanto Walmart como Kmart y Target seguían un formato similar, a pesar de algunas diferencias en el posicionamiento de la firma y diferencias en los diseños de los hipermercados. Walmart buscaba ser percibido como el hipermercado con los precios más bajos, mientras que Target se enfocaba en lograr un ambiente de una calidad superior. Señala que esto también podía observarse en las tiendas de comida rápida que solían encontrarse dentro de estos grandes hipermercados, donde habitualmente se podían encontrar McDonald's en Walmart y Little Caesar's Pizza en Kmart, mientras que la mayoría de los hipermercados de Target contaban con una tienda de Starbucks. Este posicionamiento era publicitado a su vez en la marca privada de comestibles de Target, que se vendía como una marca gourmet, buscando distanciarse de la percepción que podría tenerse de las marcas de la competencia como alternativas de menor calidad. Graff señala también que diversos estudios que fueron llevados a cabo en esos años que buscaban evaluar la percepción de los consumidores con respecto a estas tres marcas arrojaron resultados consistentes con este posicionamiento descripto.

Burt & Sparks (2001) remarcaban también que uno de los factores clave en la conducción del negocio de estos grandes hipermercados eran las tiendas de comestibles, dado que podían lograr atraer un mayor número de visitantes a partir de estos. Graff (2006) comenta que, en la ya agresiva estrategia de expansión de Walmart, el formato de hipermercado fue el que más se expandió y que fue elegido como el formato principal de crecimiento en Estados Unidos. Los números de Walmart reflejan a su vez que este formato de tiendas tuvo históricamente un retorno sobre el capital invertido mayor que las tiendas de descuento de tamaño menor. También rescata la importancia de las tiendas de comestibles, dado que aunque generalmente tenían un margen de rentabilidad menor que el de otros productos, podía producirse un incremento de ventas por el aumento de visitantes que hiciera importante esa oferta.

Con respecto a la estrategia de apertura de hipermercados por parte de Kmart, Graff (2006) señala que esta tuvo más dificultades y fue menos consistente, que estuvieron vinculados a los problemas que atravesó la compañía en 2001. Graff rescata el análisis de la oferta de comestibles de Kmart realizado por Turner (2003), quien argumenta que luego de la apertura del primer hipermercado en 1991, Kmart pudo generar una oferta de comestibles de alta calidad que pudo haber competido con Walmart. Esto se basaba en las relaciones que mantenía con los proveedores, pero que a medida que se fueron expandiendo las tiendas de Walmart y este competidor pudo desarrollar un mecanismo propio de distribución de estos productos, esa ventaja comenzó a desaparecer.

Luego, a partir de 1996, Kmart ha realizado en diversas oportunidades anuncios de planes de expansión de las tiendas de hipermercados; en 2001 la firma anunció que planeaba convertir más de 900 tiendas tradicionales en hipermercados. Estos planes quedaron trunco con la entrada en Chapter Eleven que la empresa tuvo en 2002, que originó la reducción de manera significativa de su número de tiendas. Esto podría haber generado un círculo vicioso, dado que la apertura de pocos locales en relación a sus competidores no le permitió a Kmart una concentración suficiente como para liderar el mercado de comestibles en ningún área geográfica particular ni tampoco le permitió el desarrollo de un sistema de distribución privado de comestibles. Esta asimetría de capacidades derivada de la diferencia en la escala de las operaciones que conducían Kmart y Walmart buscó ser contrarrestada por la primera mediante un acuerdo con la firma Fleming Foods, pero esta relación comercial (como se verá) se perdió producto de la entrada de Kmart en quiebra y dejó a esta firma en una posición aún más endeble en la industria del *retail* (Graff, 2006).

Por su parte, Target abrió su primer hipermercado de estas características en 1994. A partir de ese momento la cadena de tiendas se propuso una meta de apertura de locales algo modesta según Graff (2006), pero en el inicio del siglo 21 mostró una tendencia de apertura de hipermercados mucho mayor a la prevista en los primeros anuncios de expansión y se convirtió en una de las áreas en donde se le otorgó mayor foco por parte de la firma. Graff rescata también el análisis de Summerour (2002), quien en ese momento realizaba un llamado de atención sobre la insuficiencia de la escala de la compañía para el desarrollo de un sistema de distribución de comestibles propio, que sostenía que era fundamental si la firma tenía ambiciones de convertirse en una de las principales cadenas de hipermercados en Estados Unidos.

La segmentación de mercado: ¿la clave de Target?

Turner (2003) realiza una caracterización de la segmentación de mercado buscada por Walmart, Target y Kmart. Walmart podría ubicarse como la cadena que se orienta en conseguir un público más amplio pero orientado a sectores más populares, dada la gran escala que tenía y que le permitía ofrecer una gran variedad de productos a precios más bajos que sus competidores. Target, por su parte, se enfocó en obtener clientes con ingresos mayores a los de Walmart, y Kmart podría ubicarse en el medio de estos dos competidores.

A diferencia de Walmart, Target puso en marcha diferentes estrategias para atraer clientes y competir con las cadenas previamente mencionadas. Laura Rowley (2003), en *On Target*, explora detalladamente los aspectos y estrategias que Target utilizó para asegurar su éxito en el mercado estadounidense. Rowley enfatiza los esfuerzos de la marca en diseño, calidad y estética —aspectos identificatorios entre los consumidores de Target—, así como las campañas de marketing y colaboraciones con artistas y diseñadores que ayudaron a promover una identidad cultivada para la marca. Por último, la autora examina los roles de los líderes de la marca para adaptar a Target al mercado competitivo.

Entre las colaboraciones indicadas se pueden encontrar aquellas con Lilly Pulitzer y Isaac Mizrahi en ropa y accesorios, y Michael Graves en objetos de decoración y muebles para la casa. Estas asociaciones reflejaron las estrategias que Target utilizó para ofrecer productos únicos que les permitieron a los consumidores acceder a objetos con cierta estética de nicho, de calidad y con precios asequibles. Por otro lado, con respecto a las campañas de marketing y a la experiencia dentro de las tiendas, Target logró solidificar su posición en el mercado. Con el fin de comunicar el mensaje de la empresa de modo efectivo y atractivo, Target realizó campañas digitales con un énfasis en la relación calidad-precio de sus productos. A su vez, dirigió esfuerzos en la experiencia de compra para los clientes ofreciendo espacios físicos atractivos, limpios, y ordenados. Finalmente, desarrolló iniciativas de carácter social. Aquí se destacan el ofrecimiento de apoyo financiero a instituciones educativas locales, la promoción de la diversidad e inclusión en sus campañas de marketing y en los productos vendidos, el compromiso a reducir el impacto en el medio ambiente y el apoyo a diferentes organizaciones de caridad.

Este concepto o idea inicial de separación de los consumidores de Walmart y Target en base a su poder adquisitivo es estudiado de una manera más rigurosa por Basker (2007). Lo que se busca en el estudio realizado es testear la hipótesis inicial de que Walmart vende bienes “inferiores” en el sentido económico; esto es, bienes cuya demanda se incrementa cuando se produce una caída en el ingreso de los consumidores. De modo más específico, se busca medir la elasticidad ingreso que presenta la firma: manteniendo todo lo demás constante, se pretende cuantificar el cambio porcentual en los ingresos de la empresa ante un cambio porcentual en el ingreso de los consumidores. Esta reacción ante un cambio negativo en el ingreso de los consumidores reviste particular importancia en situaciones de estancamiento o recesión de la economía; y esta importancia se traduce de manera inmediata en potencial *distress* financiero al que podrían enfrentarse las firmas del sector. Basker reconoce que un shock negativo en el ingreso disponible de los consumidores podría llevar a consumidores que inicialmente realizaban sus compras en tiendas de un nivel mayor ahora las realicen en las tiendas de mayor descuento, pero que también podría hacer que disminuyan las ventas dentro de las tiendas de descuento.

Este estudio podría arrojar luz a su vez sobre los potenciales cambios que se producen de modo general en la industria del *retail* ante un evento como lo fue la crisis de 2008 ocurrida en Estados Unidos. Lo que encuentra esta autora es que la elasticidad ingreso de Walmart es negativa y con un techo superior de -0.5%. Este resultado, si se trasladase de manera exacta al mundo real, implicaría que una caída del 1% del ingreso disponible de los consumidores generaría un aumento en los ingresos de Walmart de 0.5%. Esto podría darse porque hay un número más grande de consumidores que ven a Walmart como proveedor de bienes inferiores o porque aquellos que lo ven como proveedor de bienes inferiores tienen una elasticidad absoluta de demanda más elevada que aquellos que la ven como proveedora de bienes normales en el sentido económico (aquellos bienes de los cuales se aumenta su consumo a partir de un aumento en el ingreso disponible). Estos hallazgos son consistentes con las declaraciones del *management* de Walmart en torno a la crisis de 2008 donde manifestaban que se encontraban bien posicionados ante una situación de dificultad económica, situación que podría haber acentuado las dificultades de sus competidores.

¿Hacia dónde se dirigen Walmart, Kmart y Target?

Graff (2006) tenía una visión negativa con respecto al futuro de Kmart, y era crítico de las decisiones de localización de hipermercados que se llevó a cabo de manera previa a la entrada en Chapter Eleven; el hecho de construir locales aislados y repartidos en las áreas metropolitanas le imposibilitaron, según él, lograr la concentración necesaria para minimizar los costos de publicidad y distribución de comestibles. Si bien reconocía el posible potencial que podía darse a partir de la fusión de Kmart y Sears, señalaba que el volumen de ventas conjunto sería tan solo cercano al 30% de Walmart. Walmart, por su parte, contaba con una ventaja muy grande dado su gran tamaño y la eficiencia de su sistema de distribución, que le proveían de una ventaja económica con respecto a sus competidores.

En cuanto a Target, Graff (2006) argumenta que si bien en una primera mirada podría pensarse que estaba cometiendo el mismo error que cometió Kmart de focalizar la apertura de tiendas en áreas metropolitanas que estaban dispersas entre sí, una mirada más profunda indicaba que la firma logró con éxito identificar un nicho de mercado, enfocándose en clientes de mayor poder adquisitivo que Walmart y Kmart. También señala que esa escala insuficiente lo llevaría por el momento a desarrollar vínculos comerciales con privados que provean comestibles, y que la inversión en el futuro sería importante dada la tendencia de la industria, donde eventualmente debería implementar un sistema de distribución y lograr una mayor concentración de hipermercados.

Sobre la estrategia y la visión de Target a mediados de la primera década de los 2000, Basker (2007) señala que el *Vice Chairman* afirmó que Target era el “principal alumno” de las prácticas de Walmart. También afirma que muchas cadenas de tiendas cambiaron prácticas buscando emular a Walmart. En cuanto a los patrones de localización que podía observarse en la apertura de nuevos locales, esta autora

reconoce un proceso de determinación conjunta en donde se reaccionaba en base a las decisiones de los otros jugadores. De este proceso se puede esperar que se produzca un efecto desalentador que, en conjunción con las economías de densidad, refuercen patrones iniciales de dominancia en una región en la cual se observaría un claro predominio de tiendas de una de las cadenas. Dadas esas reacciones y esas fuerzas económicas en juego, resulta entendible la crítica de Graff (2006) de la apertura de locales por parte de Kmart en donde Walmart era claramente superior si se toman en cuenta esos aspectos.

De estos estudios que analizaron las tendencias de la industria se pueden derivar muchas enseñanzas. La importancia de la escala, la inversión en tecnología, la localización de las tiendas y la segmentación de mercado cobran especial importancia para las firmas en esta industria. A partir del análisis de estas principales fuerzas en juego, puede entenderse la aceleración de la tendencia negativa de la performance de Kmart que se produce a fines del siglo 20, que culmina con la entrada de la firma en Chapter Eleven a principios del siglo 21.

Sears, ¿un antiguo gigante que desapareció de la escena?

Sears, al igual que Kmart, tuvo un período en donde fue una de las empresas más dominantes (y por largos períodos de tiempo la más importante) de la industria del *retail* en Estados Unidos. Siguiendo la descripción de la historia corporativa propuesta por Mugford & Abbot (2019), Sears tiene sus orígenes a fines del 1800s. En un panorama muy diferente al actual, fue popularmente muy conocido e icónico el “catálogo” de la firma que era de uso muy extendido particularmente en casi todas las áreas rurales de Estados Unidos, que hacia fines del siglo 19 contaba con más de 500 productos y era conocido como “la biblia de los consumidores”.

Entrado el siglo 20, la compañía tendría un vertiginoso ascenso y en 1906 levantaría 40 millones de dólares en su oferta pública inicial, siendo la primera empresa de ese tamaño en su industria en concretar la salida a la bolsa. No obstante, se observa en la historia corporativa la entrada y desarrollo de distintas actividades por fuera de la comercialización de productos de consumo básico, que era su actividad principal. En 1925 se produce la apertura de la primera tienda bajo el nombre Sears, y se vería con el paso de los años un aumento muy grande del número de tiendas que operaba la cadena; que tan solo cuatro años después contaba con más de 300 tiendas. La incursión de la firma en otras actividades puede observarse en la entrada de la misma en el negocio de los seguros, donde comenzó sus actividades en la década de 1930 bajo el nombre Allstate. Como un dato anecdótico pero ilustrativo de la importancia de Sears, en 1973 se produjo la inauguración de la torre Sears en la ciudad de Chicago, que sería por 25 años el edificio más alto del mundo.

Con el paso de los años, Sears continuaría incursionando en otras industrias. En 1981 incursionó en los servicios financieros, comprando el que en ese momento era el quinto bróker de acciones más grande de Estados Unidos. Cuatro años después, en 1985, lanzaría la tarjeta de crédito de propósito general “Discover”. Sears también tendría actividades de adquisición en el área del *real estate*.

Durante la década de 1970 y 1980, Sears continuaría siendo el “*retailer*” más grande del país, pero como es señalado por Mugford & Abbott (2019), en el año 1991 se produce un hito en la industria, con la toma del primer puesto en ventas por parte de Walmart; que generó 32.600 millones de dólares de ventas en ese año, alrededor de 700 millones de dólares más que Sears. Estos autores remarcan la sorpresa que tenía la firma basada en Chicago por ser superada de esa manera, donde afirma que el *management* de Sears ignoró en gran parte a su competidor originario del estado de Arkansas por pensarse como un competidor menor. Esto, a su vez, llevaría a reacciones y cambios en Sears, que en 1993 llevó a cabo un importante programa de reestructuración corporativa, en el que se produjo el cierre de 113 tiendas y la eliminación de cerca de 50 mil puestos de trabajo. En esta reestructuración que se da en esos años se observa también el cierre y venta de algunas divisiones y activos, como lo fue el cierre del negocio del catálogo que, a pesar de generar ingresos por más de 3.000 millones de dólares anuales, era deficitario.

También tiene lugar hacia fines del siglo 20 la venta de la torre Sears. En esos años la firma reporta una pobre performance, y busca disminuir los precios en sus productos de vestimenta básica, y terminar con sus campañas de publicidad más costosas. Luego se observa a través de las ventas y adquisiciones que Sears se concentraría en la industria del *retail*, vendiendo por 3.000 millones de dólares en efectivo a Citigroup su negocio de tarjetas de crédito en 2003, y comprando la marca “Lands’ End”, que fabricaba vestimentas, buscando expandir la venta de esos productos en sus tiendas. (Mugford & Abbot, 2019)

Tanto en el caso de Kmart como de Sears, se observa a través de sus historias corporativas que no han podido adaptarse de la mejor manera a los cambios que se produjeron la industria. A continuación, se verá que esta incapacidad de encontrar un nicho de mercado (como parece haberlo encontrado Target) y la diferencia de productividad que se tuvo con Walmart fueron factores determinantes en la entrada de Kmart en quiebra. Por su parte, se observa en la historia de Sears que no era una empresa con números muy positivos, y que estaba en proceso de búsqueda de una reinvención.

La entrada de Kmart en Chapter Eleven

A partir de la exposición previa, se cuenta con un panorama del diferencial de escala, productividad y poder que logró obtener Walmart con respecto a sus competidores. Se puede inferir también a partir de la respuesta en la estrategia ejecutada por Target que esta firma reconocía esa diferencia y es por eso que elegía otras formas de mantenerse competitivo en la industria, enfocándose en conseguir clientes de mayor poder adquisitivo y no competir en precios con Walmart.

Es en este punto que diversos autores como Turner (2003) y Gilson & Abbott (2009) reconocen graves errores por parte de Kmart en torno a la temporada de vacaciones del año 2001, en donde se buscó competir con Walmart en un terreno en el que era muy improbable hacerlo de una manera exitosa. Esto, en conjunto con factores macroeconómicos y otros que estaban por fuera del control de la empresa, finalizarían con la entrada de Kmart en Chapter Eleven.

La estrategia fallida fue pensada por el entonces CEO de Kmart, Charles Conaway. Conaway fue contratado como CEO a mediados del año 2000, y realizó una revisión de las operaciones de la empresa, tanto en los aspectos de la tecnología y los sistemas de información como en la localización de tiendas, en las que rápidamente ordenó el cierre de 72 puntos de venta. Luego, hacia agosto del año 2001, Conaway llevó a cabo un radical cambio de rumbo, en donde se lanzó el programa “BlueLight Always”, con el que se pensó competir con Walmart. En este programa se buscó reducir el diferencial de precios existentes entre Walmart y Kmart en decenas de miles de productos. Con miras hacia la temporada de vacaciones, ordenó también un aumento de inventarios. En otras palabras, se esperaba compensar con volumen de ventas la disminución en el margen de ganancias. Para esto también fue necesario una marcada reducción de gastos en publicidad. Los resultados de esta estrategia fueron muy negativos, y derivaron en que en 2002 se produzca un anuncio por parte de Kmart detallando que no iban a cumplir las expectativas de ganancias previstas por los analistas. (Turner, 2003).

Gilson & Abbott (2009) reconocen también que se produjeron dificultades en el mercado de bonos a partir del escándalo desatado por Enron. En particular, esto afectaba a Kmart porque los reguladores le requerían a esta firma protegerse de ciertos pasivos contingentes dada la naturaleza del negocio (como los que podían surgir a partir de la venta de armas en sus tiendas, por ejemplo). Kmart luego emitía bonos para cubrirse ante estos potenciales sucesos adversos, pero el mercado de bonos que proveían esos seguros se caracterizó por una baja importante de la liquidez luego de ese escándalo, lo que obligó a Kmart a tener que cubrirse comprando seguros alternativos a un costo mucho más elevado.

Luego, como también es relatado por Gilson & Abbott (2009), se sucedieron efectos viciosos que culminarían con el pedido de entrada por parte de la firma en Chapter Eleven. Dados los rumores iniciales de que la compañía se encontraría con problemas de liquidez y con dificultades para conseguir financiamiento adicional, los proveedores reaccionaron con temor a estas noticias dado que (como luego

se verá con datos históricos) generalmente proveían plazos de pago generosos a la firma, por lo que se verían en problemas en caso de un posible anuncio de cesación de pagos ocurridos entre el envío de las mercaderías y el cobro (que parecía tener una creciente probabilidad). Gilson y Abbott señalan que se llevó a cabo una encuesta a mediados de enero que arrojó que únicamente un tercio de los proveedores de Kmart consultados respondieron que mantenían los términos comerciales previos, y que el resto de los consultados directamente cesaron el envío de mercaderías o lo harían en condiciones menos favorables para Kmart.

Este efecto negativo fue en aumento, y luego algunas de las principales firmas fabricantes (o intermediarios en la fabricación) de las empresas que proveían productos a Kmart, anunciaron que no extenderían créditos si continuaban teniendo relaciones comerciales con la firma en cuestión. El 17 de enero de 2002 se produciría la renuncia de Charles Conaway, quien sería reemplazado por Jim Adamson. El 21 de enero, Fleming Companies anunciaría el cese de envío de mercadería a Kmart dado el incumplimiento de contratos que se mantenían entre ambos. Esto reviste particular importancia porque Fleming era el proveedor de comestibles de Kmart, y se ha visto en otras secciones del presente trabajo la importancia que han adquirido los comestibles para las firmas que decidieron expandirse bajo el formato elegido por Kmart. Fue en ese mismo día que se decidió la entrada en Chapter Eleven de la firma. Como se tratará a continuación, esto le dio alivio y permitió reencauzar la dirección de la compañía, dadas las distintas cláusulas favorables que se le otorgaron tras el pedido de entrada. El distrito elegido para ese pedido de entrada fue el Distrito Norte del estado de Illinois. El correlato en la capitalización bursátil del pobre desempeño de la firma puede observarse en el gráfico 1.

Gráfico #1. Evolución del precio de la acción de Kmart.



Fuente: adaptado de Gilson & Abbott (2009), originalmente de Bloomberg

Conducción de Kmart en Chapter Eleven

Como lo establece el *disclosure statement* realizado por la firma, el 22 de enero de 2002 se tomaron diversas medidas orientadas a encauzar la reorganización de Kmart, conocidas como “las mociones del primer día”. En ese documento se describe que el objetivo de esas órdenes era facilitar la transición en la operatoria del negocio, dados los muchos cambios que tendrá que atravesar esta al pasar de una situación “normal” (prepetición) a este régimen legal especial antes descrito, y que podrían no estar autorizadas específicamente en el código de quiebras o que requerirían un permiso especial previo.

Se encuentran diversos grupos de medidas dentro de estas primeras mociones u órdenes. Algunas de las mismas podrían catalogarse como rutinarias, tales como el mantenimiento de las cuentas bancarias y de manejo de fondos del “deudor” (Kmart) o el pago de salarios y beneficios pendientes a los empleados de la firma contractualmente previos a la entrada en Chapter Eleven. Otras mociones se destinaban a perfilar el equipo gerencial y legal que llevaría adelante la conducción de la firma en este caso de Chapter Eleven, como la retención de distintos profesionales que trabajarían en defensa del deudor. Dentro de este grupo, se destacan firmas legales, de asesoramiento financiero, bancos de inversión y de asesoramiento en aspectos inmobiliarios.

Entre estas medidas tomadas en un primer momento, es importante destacar aquellas que tienen cierto poder discriminatorio en cuanto al trato que se les conferiría a los acreedores de la firma existentes al momento previo al pedido de entrada en Chapter Eleven. Dentro de estos se destacan el pago de ciertas deudas de logística y envíos prepetición, de ciertos reclamos impositivos, de ciertas obligaciones que se tenían con los clientes de la firma y de ciertos programas y prácticas contraídos con los mismos. También se dictamina ya de manera inicial el rechazo de ciertos contratos de leasing que se mantenían sobre algunas tiendas y el mantenimiento de relaciones comerciales “normales” con proveedores que se consideraban críticos.

Un aspecto que resulta fundamental en la restructuración de la empresa es la obtención del financiamiento al Deudor en Posesión, del cual la firma ya en los primeros días siguientes al pedido de entrada en el Capítulo Once obtuvo más de mil millones de dólares, en líneas de crédito renovables. Estos préstamos iniciales impusieron a su vez ciertos *covenants* financieros y restringieron ciertas libertades de acción en la conducción del proceso, imponiendo restricciones tales como los gastos de capital, pagos de dividendos y ventas de activos que se podrían hacer; actividades que ya de por sí se verían limitadas al entrar en Chapter Eleven. La corte de quiebras luego aprobaría ciertas enmiendas realizadas a estos contratos de financiamiento, en agosto de 2002 y enero de 2003, que relajarían a su vez parte de esos *covenants* y restricciones. Tal como lo señala el *disclosure statement* emitido por la empresa, este financiamiento fue muy importante no solo porque significó una inyección de dinero que permitió continuar con actividades de la operación tales como realizar el pago de ciertas deudas contraídas prepetición y cumplir con los requerimientos de capital de trabajo necesario, sino por el efecto señalamiento y disuasorio que tuvo sobre muchos proveedores y empresas que mantenían relaciones comerciales con Kmart previos a la entrada en el Chapter Eleven.

Este financiamiento sería el que proporcionaría la tranquilidad y seguridad a los proveedores de que podrían continuar sus relaciones con Kmart en términos similares a los que se tenía preentrada, minimizando así el daño que le podrían causar a la firma. Esto claramente está en estrecha vinculación con las medidas tomadas el primer día, y podría pensarse como uno de los aspectos que podrían tener mayor incidencia en el éxito de reorganización de la firma, dados los modelos de negocios de las cadenas de tiendas de *retail*. En las mismas, podría suponerse que tenga una mayor importancia que en otras industrias el manejo del capital de trabajo, y podría esperarse que producto del poder de negociación de estos jugadores, obtengan términos favorables con sus proveedores.

Otro aspecto fundamental en el proceso de reorganización se observa en el tratamiento de las tiendas que mantenía la empresa, en el que se observan distintas etapas en cuanto al manejo de las mismas a lo largo del transcurso del Chapter Eleven. Es importante prestar especial atención a cómo se desenvuelven estos hechos porque, como se verá posteriormente, se presentan similitudes en la operatoria de Kmart

y Sears (post fusión con Kmart) en el enfoque que se le ha dado a la apertura y cierre de tiendas, y es uno de los puntos más controversiales en el caso de Sears.

El Deudor en Posesión contó con asesoramiento de firmas especializadas tanto en valuación de inventarios como en el sector inmobiliario. En base al trabajo conjunto del *management* de Kmart con dichas firmas, se decidió presentar un pedido para una primera serie de cierres de tiendas el 20 de marzo de 2002, buscando cerrar 283 tiendas en 40 estados y Puerto Rico. El racional de esta primera “ola” de cierres, explica el *management* de Kmart, se basó en decisiones estrictamente financieras dado el pobre desempeño de las mismas, dado que acumulaban caídas de rentabilidad y se las debía suplir con efectivo. El Deudor en Posesión reconoce alrededor de 633 millones de dólares de ingresos netos provenientes del cierre y la liquidación de los inventarios de esas tiendas.

Luego de esta primera experiencia, se busca profundizar el cierre de tiendas que no se consideraba deseable mantener, buscando Kmart la aprobación para cerrar 317 tiendas más, distribuidas en 44 estados. Puede observarse la evolución en la conducción de la firma en el proceso de reorganización en las consideraciones ya no solo estrictamente financieras sino también estratégicas por las que estuvo teñida esta segunda “ola” de cierre de puntos de venta. En concreto, el *management* explicó en el *Disclosure Statement* que la decisión de cierre se basó, entre otros motivos, en un análisis del entorno competitivo local y regional de cada una de las tiendas, la distancia que se mantenía con los centros de distribución de Kmart, y el número y la ubicación de otras tiendas de Kmart.

Resulta interesante también la lectura que se puede realizar (en base a los acontecimientos relatados por la firma en los documentos de información pública que se vio obligada a emitir) sobre las múltiples negociaciones y pujas y conflictos de interés entre los distintos participantes con interés en la firma en *distress* y el *management*. Luego de la primera serie de cierres de tiendas y antes de la segunda serie de cierres que se anunciaba para el año 2003, Kmart “entró en discusiones” con la firma Fleming, que era su mayor proveedor y el distribuidor de prácticamente todos los comestibles de Kmart, buscando renegociar aspectos del contrato que la firma en *distress* había contraído con Fleming y que en principio no podía modificarse hasta 2007. Este intento de renegociación de contratos no pudo ser conducido de buena manera, y se reflejó en la terminación de las relaciones de Fleming con Kmart. La firma en Chapter Eleven acusó concretamente a Fleming de tener una conducta que era inaceptable y que creó incertidumbre en el mercado y para los distintos *stakeholders* de Kmart, que luego de este evento tendría un desafío significativo dada ahora la necesidad de encontrar nuevos proveedores y reorganizar la distribución de comestibles.

En la conducción de las firmas en *distress* se encuentran muchos sucesos como este, que revelan de cierta manera la importancia del tamaño relativo de los jugadores en el proceso de negociación, que podría aumentar aún más los poderes y las capacidades otorgadas por el propio proceso de Chapter Eleven a la firma en problemas. Y también revela los posibles nuevos desafíos operativos que podrían desencadenarse a partir de la terminación de determinados contratos. En particular, este era un desafío importante dado que la propia Kmart reconocía en ese documento que “los comestibles eran fundamentales porque un gran número de los clientes no visitarían las tiendas si no se contara con la oferta de estos”.

Esta descripción de la conducción del *management* de Kmart revela que, quizás, el punto central de la estrategia de la restructuración giró en torno al cierre y la reforma de las tiendas en existencia. Se pasó de contar con 2114 tiendas en el momento de petición de Chapter Eleven a aspirar a mantener 1514 tiendas al momento de la salida del mismo; esto es, casi un 30% de las tiendas en existencia se eliminaron.

A pesar de esta serie de medidas que estaban teniendo lugar (que sería promovida también cuando la firma pasara a estar bajo el control de ESL Investments y Edward Lampert), Kmart reconoce desventajas de producir un cierre excesivo de tiendas. Afirman que se verían afectadas “de manera significativa” las economías de escala que tenían efecto en la compra, publicidad, distribución y que podría verse disminuido el poder de negociación que la firma poseía.

En adición al cierre de las 600 tiendas descripto, en el plano operativo se observan cambios en la estrategia perseguida en cuanto al manejo de los puntos de venta y aspectos fundamentales de la operación de Kmart. Una de las principales medidas encuadradas en esta estrategia fue la mejora de las prácticas de manejo de inventario. El *management* señala en el *disclosure statement* que antes de la petición de entrada en Chapter Eleven, la firma experimentó muchas dificultades para mantener un suministro adecuado de productos en las tiendas, que fue un factor importante en el deterioro de las experiencias de compras de los consumidores y que afectó negativamente y en una cuantía considerable el número de ventas. En ese punto del manejo de capital de trabajo, reconocen tanto decisiones de índole operativo y burocrático como mejoras tecnológicas: esto se logró a través de mejoras en los sistemas de predicción de reposición del inventario y de agilización en los procesos de aprobación de compras necesarias para esto.

Otro programa que fue implementado fue el de “los más vendidos”, que empezaron experimentando en tiendas localizadas en Chicago y que luego esperaban expandir al resto de las tiendas del país. Este programa se basaba en enfocarse en los 300 productos que estaban teniendo un mayor volumen de ventas en cada tienda, para los cuales se buscó disminuir los tiempos necesarios para reponerlos. Para la ejecución de este programa se les otorgó un aumento de poder a los gerentes de cada tienda, para que pudieran realizar las decisiones de una manera más apresurada.

Se observan también la puesta en funcionamiento de distintas estrategias experimentales en el diseño de las tiendas y las campañas de marketing llevadas a cabo. Una de estas fue la implementación de las llamadas por el *management* “tiendas del futuro”, que presentaba cambios significativos en cuanto al diseño interior de las tiendas y, según ellos, ofrecía una mejor experiencia que mostró aumentos de ventas y mejoras en los márgenes en comparación con las tiendas tradicionales.

También se trabajó en el plano de la percepción de los consumidores sobre Kmart, buscando mejorar el aspecto de las tiendas y la experiencia de compra, en conjunto con una estrategia de comunicación que enfatizara aspectos como las marcas exclusivas que se encontraban solo en sus tiendas y buscando diferenciarse de las demás cadenas de tiendas de esa manera, y no solo mediante estrategias basadas en reducciones de precios.

A su vez, se implementaron estrategias de marketing direccionadas a comunidades específicas que mostraban un potencial de crecimiento alto, como el público hispano y afroamericano, al mismo tiempo que se les concedió también una mayor discrecionalidad a los administradores de cada tienda para poder seleccionar mercaderías y productos que, a su juicio, pudieran ser de mayor interés para los grupos de compradores específicos de cada región.

Toma de control por parte de ESL Investments y resurgimiento de Kmart

En una sucesión de maniobras características de los inversores que se estudian en el presente trabajo, el fondo ESL Investments (liderado por Edward Lampert) aprovechó la entrada de Kmart en Chapter Eleven y, en el momento de salida del mismo, tomó el control de la firma.

En junio de 2003, Kmart llegó a un acuerdo mediante el cual la firma de inversión ESL Investments, en conjunto con Third Avenue Management, proveerían del efectivo necesario para saldar las deudas que la empresa había contraído de manera previa a entrar en Chapter Eleven y lograr una recapitalización de la compañía. Esta acción, sin embargo, sería una de las últimas maniobras a través de las cuales ESL influyó en el proceso de reorganización de Kmart.

Como es relatado por Stowell (2017), ESL Investments comenzó de manera silenciosa a acumular una posición en la deuda en default de Kmart en el año 2002. Si bien esas compras ocurren de manera opaca (como se expuso anteriormente), ESL Investments le informó a Kmart que había acumulado una posición significativa de la deuda de la compañía, y en septiembre de ese año obtendría un lugar en el comité de Instituciones Financieras en el marco del Chapter Eleven. Luego se da un activismo inversor por parte de Edward Lampert y ESL, que comenzaron a presionar con el objetivo de que la firma emergiera del Chapter Eleven de una forma más rápida. Este autor cita un reporte del banco UBS, donde

se declara que Lampert se reunió con el entonces CEO Jim Adamson, en donde le habría pedido que presente un plan de reorganización para una fecha determinada. Al no cumplirse este pedido, UBS reporta que Lampert demandó formalmente la renuncia de Adamson.

Luego, como continúa comentando Stowell (2017), Julian Day tomó el puesto de CEO con el apoyo de Lampert en enero de 2003. A partir de ese momento se produciría una aceleración en el proceso de reestructuración y ESL Investments continuaría acumulando una posición de la deuda de la compañía, dándose la situación de que gran parte de los acreedores de Kmart no estaban interesados en involucrarse en este proceso, lo que habría posibilitado que ESL y Lampert compraran deuda por debajo del precio que luego les sería reconocido en el plan de reorganización.

El plan de reorganización, contenido en el *disclosure statement*, detallaba la propuesta realizada por el Deudor en Posesión a las distintas partes involucradas, como puede observarse en la tabla número 1. Un punto de conflicto fueron los reclamos por préstamos prepetición que se les otorgaron a Kmart, que tenían un *face value* de casi 1.100 millones de dólares. El punto de discusión giraba en torno a la jerarquía que se les había otorgado en la propuesta. Muchos de esos préstamos tenían garantías provistas por algunas de las subsidiarias de Kmart; y es por ello que los tenedores de esos reclamos exigían eventualmente ir contra esos activos. Los miembros del comité de acreedores no asegurados, por su parte, cuestionaron este argumento, ya que sostenían que las subsidiarias no eran entidades independientes y que eventuales transferencias de activos de Kmart hacia ellas hubieran sido transferencias fraudulentas. Como se detalla en la tabla, finalmente aceptaron saldar en reclamo a cambio de aproximadamente 40% del valor facial del reclamo inicial, a ser pagado en efectivo. (Gilson & Abbott, 2009).

Los otros grupos que se veían con sus derechos afectados y por lo tanto eran elegibles para votar en el plan de reorganización, cambiarían sus reclamos por acciones en la nueva compañía que emergería del proceso de reorganización. Los demás participantes en la estructura tanto de la deuda como del capital de la firma, no recibirían nada bajo el plan de reorganización propuesto y por lo tanto no tendrían derecho a votar en el mismo. Si bien hubo algunas negociaciones posteriores que modificaron algunos puntos del primer plan de reorganización presentado, los puntos principales se mantuvieron en su esencia y ESL tomó el control de la firma.

Tabla #1. Valor de recupero estimado bajo el plan de reorganización presentado

Clase	Descripción	Reclamo estimado (dólares estadounidenses)	Recupero estimado	Características
Clase 1: reclamos asegurados	Contaban con colateral principalmente basado en las propiedades de Kmart	\$61.000.000	100%	Debía ser reconocido el <i>face value</i> por completo, en el plan o luego de la emergencia de la empresa
Clase 3: reclamos por préstamos	Instituciones que otorgaron préstamos no garantizados	\$1.076.156.647	40%	Dentro de este grupo se encuentra ESL Investments, quien cambiaría su derecho a recibir el recupero en efectivo por acciones en la firma. En el grupo se produjeron disputas argumentando tener una jerarquía mayor en la estructura de capital.
Clase 4: Reclamos por bonos prepetición	Tenedores de bonos sin garantía	\$2.277.384.987	14%	Recibirían, de forma prorrateada, aproximadamente el 29% de las acciones emitidas a cambio de lo reconocido en el reclamo
Clase 5: reclamos por rechazo de contratos	Con un mínimo de \$30.000	\$4.300.000.000	10%	Recibirían, de forma prorrateada, aproximadamente el 37% de las acciones emitidas a cambio de lo reconocido en el reclamo

Fuente: adaptado de Gilson & Abbott (2009), realizado en base a información provista en el *disclosure statement*

El que quizás es el punto central (y más controversial) en la discusión del plan de reorganización, como ha sido expuesto en la primera parte del presente trabajo, es la valuación. No puede dejar de resultar llamativa la escala ascendente en el precio de las acciones post salida del Chapter Eleven, como se observa en el gráfico 2. Tanto el valor de la firma y del *equity*, bajo el plan presentado por el Deudor en Posesión, presentan amplitudes importantes, que iban de un valor de 2.250 millones de dólares de valor estimado de la firma a 3.000 millones de dólares, y de 753 millones de dólares a 1.503 millones de dólares para el *equity*. Esto es resumido en la tabla número 2.

Para la realización de esta valuación se condujeron análisis de compañías públicas comparables, modelos de flujos de fondos descontados y análisis de transacciones precedentes comparables. El Deudor en Posesión hizo uso de las cláusulas de Nuevo comienzo contable que provee la ley de quiebras estadounidense. Ya se ha visto que existen autores que acusan a los fondos *distress* de influir, a través del *management* de la firma, en las valuaciones en estos casos. En este caso analizado, se cumplen varios de los puntos sobre los que se puso foco en la primera parte del presente trabajo.

Stowell (2017), relata la decisión de ESL Investments de proveer de efectivo a una firma en problemas. Lo interesante es que plantea que, más allá de las claras dudas que se levantaban en materia de posible competencia frente a otros *retailers* como Walmart, Kmart contaba con muchos activos que podían ser de gran valor; en particular el *real estate*. Inclusive comenta que se despertó cierta especulación con respecto a la posibilidad de que se intentara tomar el control de la compañía para únicamente vender

los activos una vez consumada la tenencia. No obstante, Edward Lampert realizó declaraciones públicas donde negaba intenciones de realizar una maniobra de esas características.

Este autor comenta también que diversos analistas escribieron reportes en donde afirmaban que tan solo el valor del real estate con el que contaba la firma valía varias veces lo que ESL Investments pagó para quedarse con esta. En concreto llama la atención un reporte citado, que fue elaborado por Deutsche Bank en julio de 2004; a pesar de que en ese momento ya la acción había tenido un retorno cercano al 400% desde el momento de emergencia, en el mismo se afirmaba que el valor de mercado de la compañía era menor a las tenencias de activos inmobiliarios con los que contaba.

Tabla #2. Valuación de Kmart presentada en el plan de reorganización

	Valor inferior	Valor superior	Escenario intermedio
Valor de la firma	\$2.250 millones de dólares	\$3.000 millones de dólares	\$2.265 millones de dólares
Valor del equity	\$753 millones de dólares	\$1.503 millones de dólares	\$1.128 millones de dólares
Precio de cada acción	\$8,74 dólares	\$17,43 dólares	\$13,08 dólares

Fuente: adaptado de Gilson & Abbot (2009), realizado en base a información provista en el *disclosure statement*

La gran suba que se produjo en el precio de la acción, según Stowell (2017), fue gracias a la injerencia de Lampert, que buscó vender parte de los contratos de leasing con los que contaba la empresa y mejoró las posiciones de efectivo de la compañía; estas acciones, sumadas a la baja deuda con la que contaba post emergencia, hicieron que el precio de la acción se incrementara de forma dramática.

Gráfico #2. Evolución del precio de la acción de Kmart post emergencia



Fuente: adaptado de Gilson & Abbott (2009), originalmente de Bloomberg

Adquisición de Sears y nueva toma de control de ESL Investments

Edward Lampert y su fondo, ESL Investments, habían tenido resultados iniciales positivos en su experiencia con Kmart. Algunos años antes, en 2002, Lampert había comenzado a acumular una posición en Sears que, si bien estaba lejos de permitirle poder tomar el control, le permitía tener acceso al negocio y ejercer cierta influencia en el mismo. Antes de la fusión, pudo observarse a Lampert en “los dos lados del mostrador” en una venta de 50 tiendas de Kmart a Sears ocurrida en septiembre de 2004, que buscaba también expandirse en los formatos de hipermercados de una manera similar a la que lo habían hecho Walmart, Target y Kmart (como se trató de forma más extendida anteriormente). Esa venta de 50 tiendas tuvo una reacción positiva; le permitiría a Sears expandir su formato de “Sears Grand” y le generaba ingresos a Kmart, que si bien había logrado emerger del Chapter Eleven, continuaba con desafíos y aún después de ese desprendimiento seguía contando con 1400 tiendas (Stowell, 2017).

Esa primera operación entre las dos compañías sería el preludeo a la posterior fusión que se dio entre ambas empresas. Según Gilson & Abbott (2009), ya en febrero de 2004 el CEO de Sears, Alan Lacy, había mantenido conversaciones con Edward Lampert en donde se discutió la posibilidad de fusionar a Kmart y Sears en una sola operación. Esto se dio en un contexto de especulación por parte de los analistas y los medios de una fusión, dado que era conocido que ESL Investments tenía un interés en

ambas firmas y había adquirido notoriedad a partir de la emergencia de Kmart del Chapter Eleven. Luego de un acuerdo de confidencialidad firmado en marzo de ese año, se sucedieron las conversaciones entre Edward Lampert y Alan Lacy. Un primer entendimiento entre las partes se habría dado en octubre de 2004, donde la transacción tomaría la forma de la compra por parte de Kmart de Sears por una combinación de efectivo y acciones; esa primera oferta valoraba a Sears en 45 dólares por acción (y representaba 0.5 acciones de Kmart por cada acción de Sears). Esta primera oferta representaba un excedente sobre la capitalización de mercado de Sears de 29%.

Luego, como es comentado por Stowell (2017), se produjo la entrada en la escena de un *Real Estate Investment Trust*, Vornado Realty Trust, que anunció la adquisición del 4.3% de las acciones ordinarias de Sears. Vornado tenía una reputación de comprar activos subvaluados, y esto despertó en los analistas y los medios la especulación de que este *Real Estate Investment Trust* podría realizar un intento de adquirir la compañía, a la vez que generó cuestionamientos sobre el valor intrínseco de Sears. Fue producto de esa especulación, según este autor, que las acciones se dispararon más de un 20% a partir de ese anuncio, reflejando la posibilidad de que Vornado tuviera que pagar un excedente a los accionistas para lograr la adquisición.

El racional de la compra estaba principalmente justificado en utilizar la marca e imagen de Sears y combinarla con el formato de hipermercado que había resultado ser el formato dominante de expansión de las cadenas de tiendas en la última década. El entonces CEO de Sears, Alan Lacy, realizó comentarios en donde explicaba su visión, diciendo que Sears y Kmart tenían dos problemas diferentes: los servicios y productos de Sears eran de alta calidad y estaban en condiciones de competir con sus rivales, pero la distribución era el problema dado que Sears se basaba principalmente en tiendas que se encontraban en *shopping malls*. El *management* presentó proyecciones ambiciosas de reducción de costos y de aumento de ventas que se darían a partir de la fusión, donde se esperaba que hacia 2007 las ganancias operativas anuales se incrementaran en aproximadamente 500 millones de dólares. Esto sería logrado a partir de un aumento de ventas calculado en 200 millones de dólares (dada la nueva posibilidad de realizar ventas conjuntas de marcas exclusivas de cada cadena de tiendas), una reducción de costos de venta de 200 millones de dólares (producto de la disminución de los costos de las mercaderías vendidas que le otorgaría a la nueva firma un poder de compra y negociación mayor en relación a sus proveedores), y de alrededor de 100 millones de dólares de reducción de costos administrativos y de comercialización (dado que se podrían eliminar tareas a partir de la combinación de las dos casas matrices). (Mugford & Abbot, 2019, Gilson & Abbott, 2009).

La entrada del REIT Vornado en esta negociación, generó una suba del precio que Kmart tendría que pagar por adquirir a Sears. El directorio de Sears tenía una visión positiva sobre las promesas de las posibles sinergias que podrían generarse a partir de la fusión; pero querían un precio más alto. Luego, el 17 de noviembre de 2004, se produciría definitivamente el anuncio de la fusión. A partir de lo negociado, se les daba a los accionistas de Sears la opción de recibir 50 dólares en efectivo por acción o 0.5 acciones de la nueva firma (que ahora pasaría a llamarse Sears Holdings Corporation) por cada acción de la compañía en su forma previa. (Gilson & Abbott, 2009).

El mercado reaccionó de forma positiva a los anuncios de la fusión, con las acciones de Sears aumentando un 17% y las de Kmart un 8% al día de cierre del anuncio. Edward Lampert sería el *chairman* de la nueva compañía, Sears Holdings Corporation, y ESL Investments tendría el 39% de las acciones ordinarias. En la conformación del nuevo directorio se observaría también una clara dominancia de la antigua Kmart y ESL Investments, dado que 7 de los 10 miembros del mismo serían provenientes de Kmart. En otras palabras; ESL Investments había tomado el control de Sears Holding Corporation y ahora tendría un desafío aún más complejo. (Mugford & Abbot, 2019, Gilson & Abbott, 2009).



Fuente: Bloomberg

Observando la evolución del precio de la acción en el gráfico 3, desde el punto más alto de cotización entre abril y mayo del 2007, se observa una muy fuerte destrucción de valor de los accionistas. A continuación, se indaga sobre los posibles motivos detrás de esta muy pobre performance que culminó con la firma siendo deslistada del mercado público. Se trabaja con un análisis comparativo a partir de la tesis de inversión defendida por Edward Lampert, y se mencionan algunas de las transacciones más importantes que tuvieron lugar bajo su control.

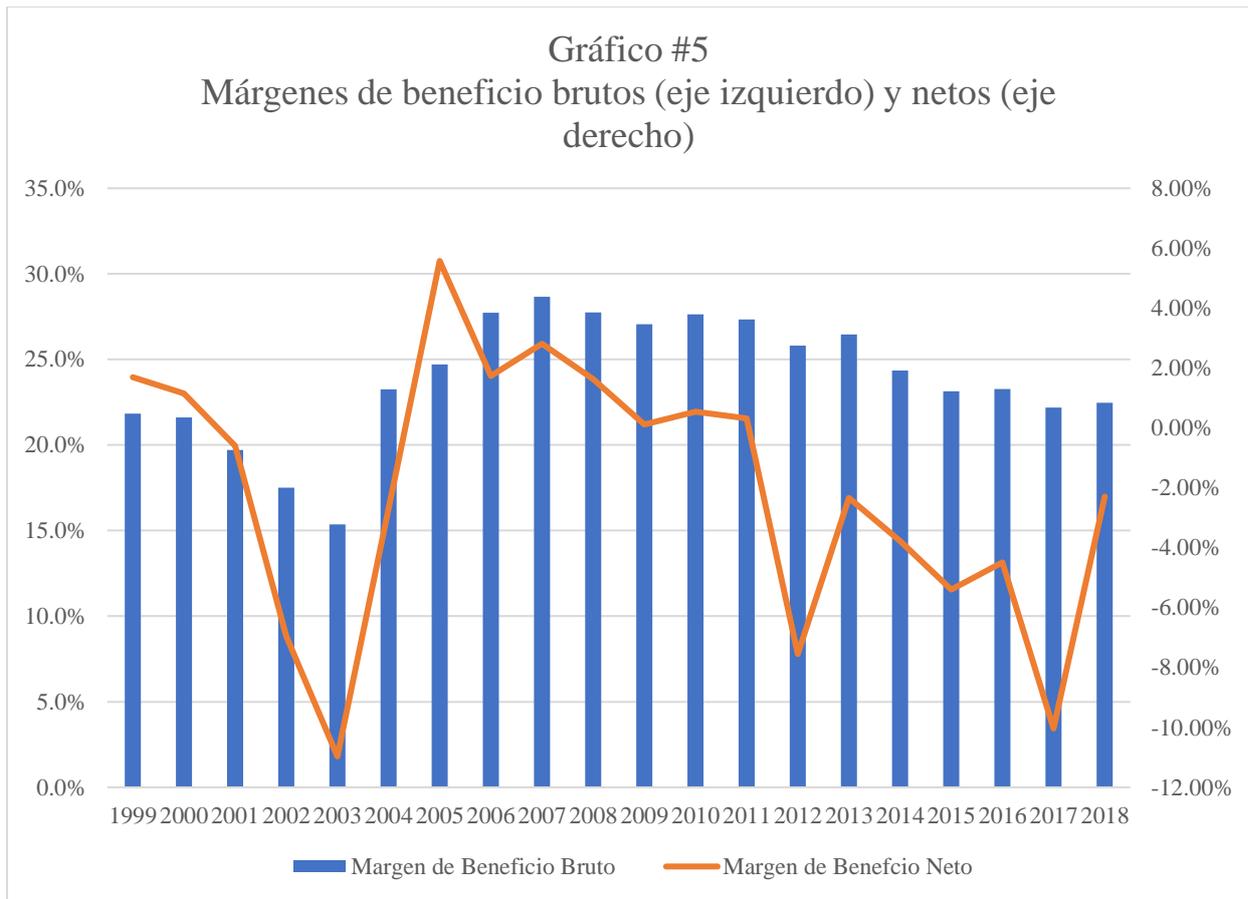
Ganancias antes que ventas: ¿la fallida estrategia de Lampert?

Como fue mencionado en la sección anterior, el mercado reaccionó inicialmente de manera positiva ante los cambios en los números financieros presentados por Kmart, y Edward Lampert continuó profundizando luego de la fusión esa estrategia llevada a cabo en esa firma. Lampert tenía una visión contraria a la industria del *retail* en general y las estrategias corporativas ejecutadas por sus competidores (¿de manera análoga a Sam Walton?). En concreto, puede observarse tanto a través de comentarios de personas cercanas a Lampert como a través de la evolución de la información presentada por Sears, una fuerte tendencia a invertir menos que sus competidores. El ejecutivo de Sears, Michael Ryan, comentó de manera explícita que Lampert tenía la visión de que sus competidores realizaban gastos excesivos e innecesarios en las tiendas, en publicidad y marketing y que también tenían excesos innecesarios de inventarios. El propio Edward Lampert afirmó que no estaba en contra de “gastar dinero” en el negocio pero que quería un retorno por esa inversión. (Mugford & Abbot, 2019).

Una primera mirada a la evolución del precio de las acciones de Walmart y Target, presentadas en el gráfico 4, rebatirían esta tesis inicial de Lampert. Estos permiten observar que Walmart tuvo una baja volatilidad en el período y que Target logró aumentar su capitalización de mercado a pesar de estar en cierta manera compitiendo con Walmart, en donde Kmart previamente había fracasado.

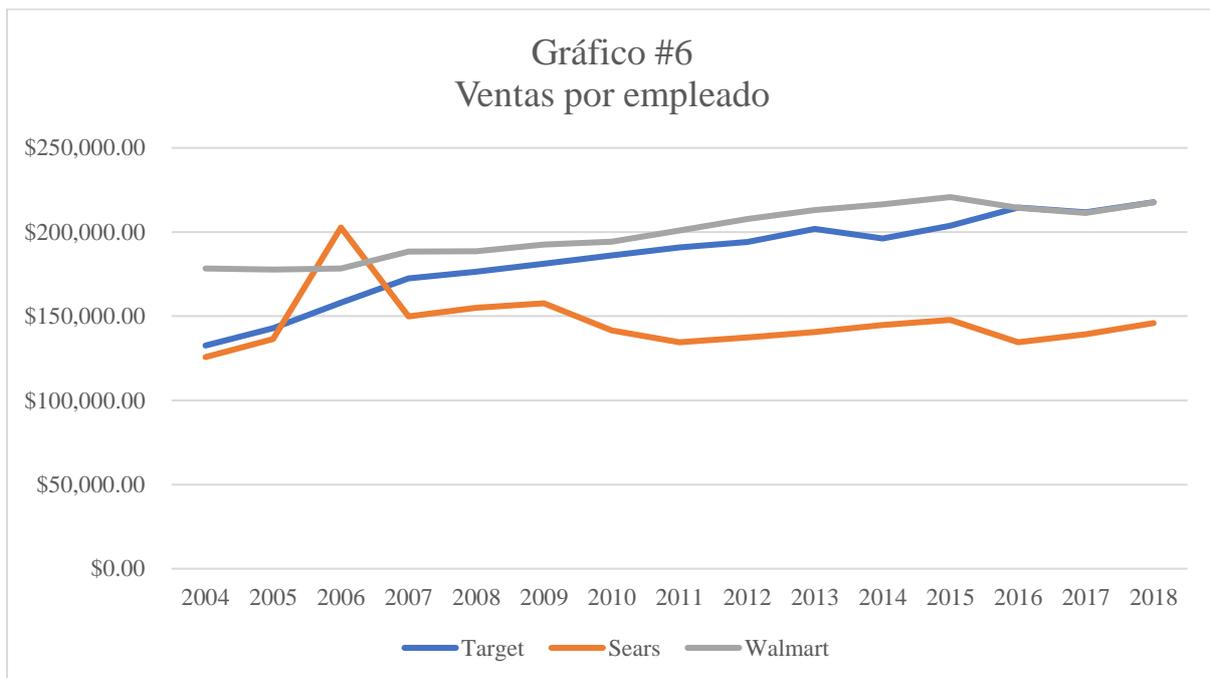


Observando los márgenes de beneficio netos presentados en el gráfico 5, puede observarse un fuerte cambio positivo en el cierre del año fiscal que se produce a inicios de 2005 y el mantenimiento de números positivos hasta inicios de 2011. Luego de ese momento, se suceden márgenes netos negativos. Debe notarse que Edward Lampert se desempeñó como *chairman* de la firma a partir de la fusión en el año 2005 y fue nombrado CEO en el año 2013, cargo que mantendría hasta la entrada de la firma en Chapter Eleven en el año 2018.



Fuente: Refinitiv

Cuando se comparan otras medidas de eficiencia en el manejo de las operaciones, se observa también una peor performance por parte de Sears en términos de ventas por empleados, como es ilustrado en el gráfico 6.

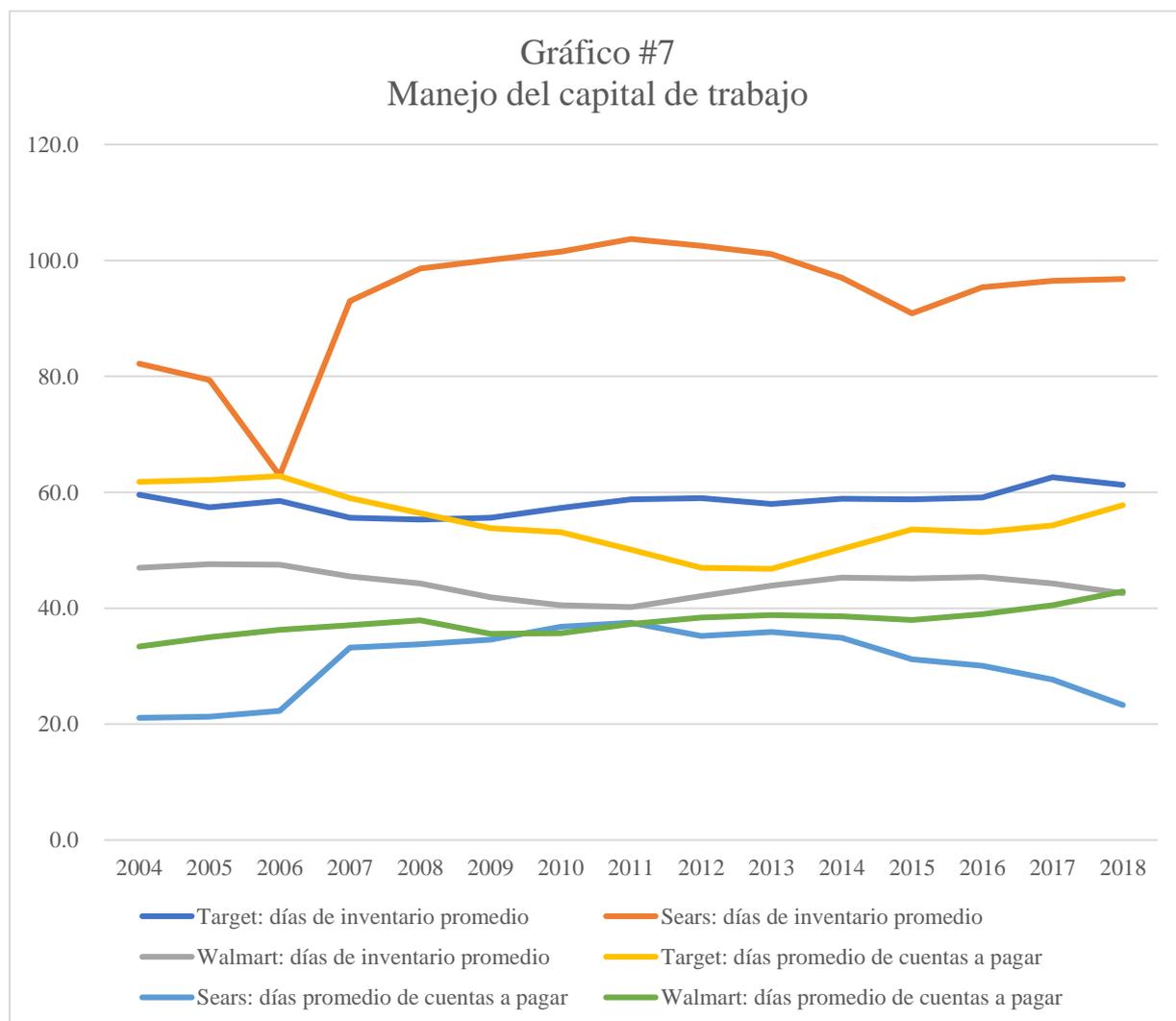


Fuente: Refinitiv

Dada la naturaleza del negocio del *retail*, resulta pertinente detenerse en el manejo del capital de trabajo de estas tres firmas. Es característico observar en las empresas de este rubro que cobran en plazos mucho menores a los que pagan; esto es, lograr financiarse con sus proveedores. En efecto, en las tres firmas bajo análisis se observan plazos de cobro promedio bajos, es por eso que no se los tiene en cuenta en el gráfico 7. Luego, un eficiente manejo del capital de trabajo estará dado por tener la menor cantidad de días de inventario promedio posibles, y pagar en los mayores plazos que sus proveedores le permitan.

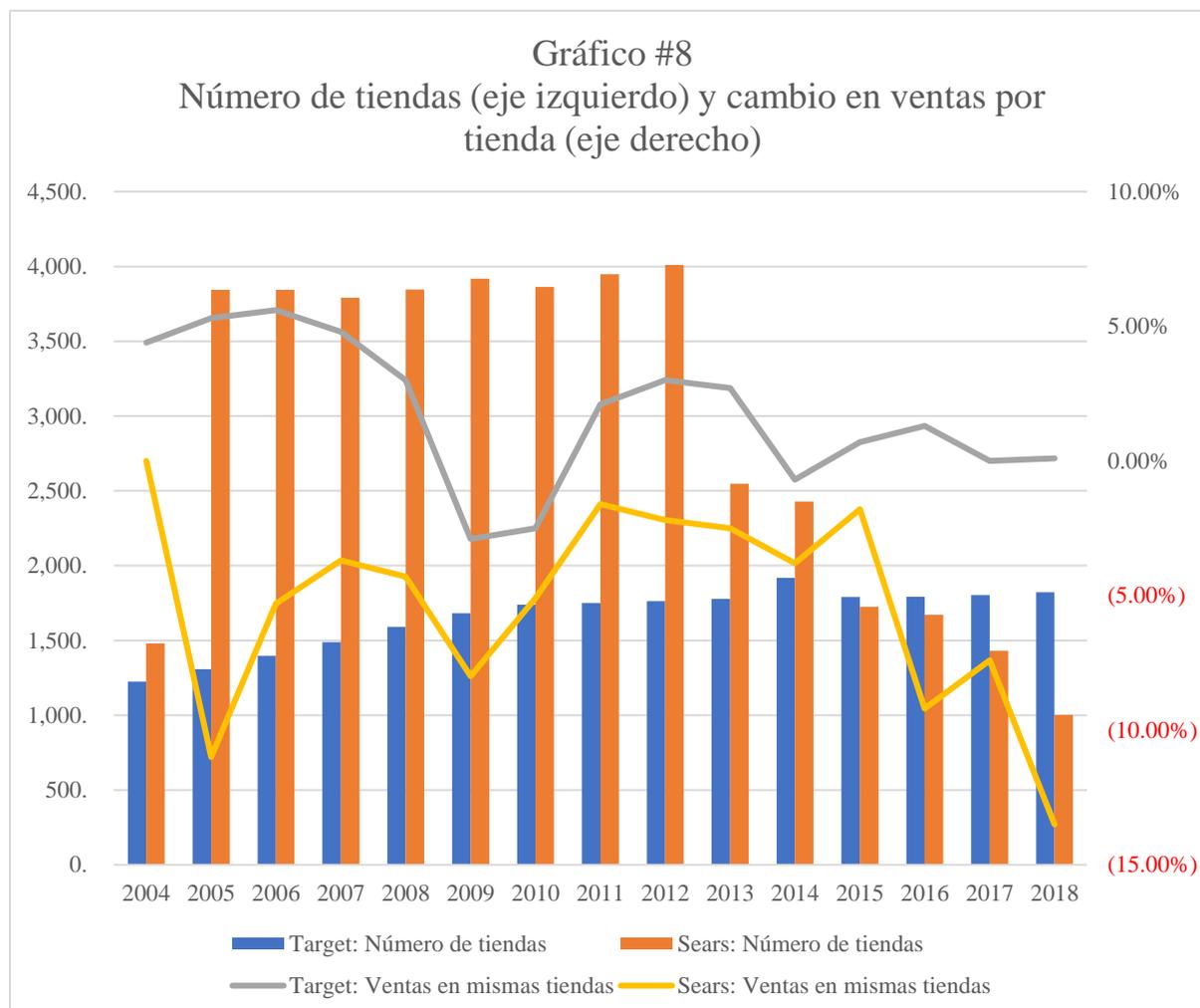
Intuitivamente, podría pensarse que un mayor plazo de pago con los proveedores está directamente vinculado con el poder de compra otorgado por la escala de la operación y por la condición financiera de la firma. El manejo de inventarios, por su parte, podría pensarse como relacionado a la inversión en tecnología y a la eficiencia de la operación.

La evolución de las principales variables del capital de trabajo pueden observarse en el gráfico 7. En cuanto al manejo de inventarios, Sears ha tenido con gran diferencia la peor performance de las tres firmas, con números cercanos a los 100 días de inventarios promedio desde 2007 en adelante. Target ha logrado tener días de inventario promedio significativamente más bajos que los de Sears pero peores que los de Walmart. En cuanto a los días promedio de cuentas a pagar, Sears obtiene nuevamente la peor performance. Podría pensarse que la escala y la desinversión explicarían, al menos en parte, estos resultados.



Fuente: Refinitiv

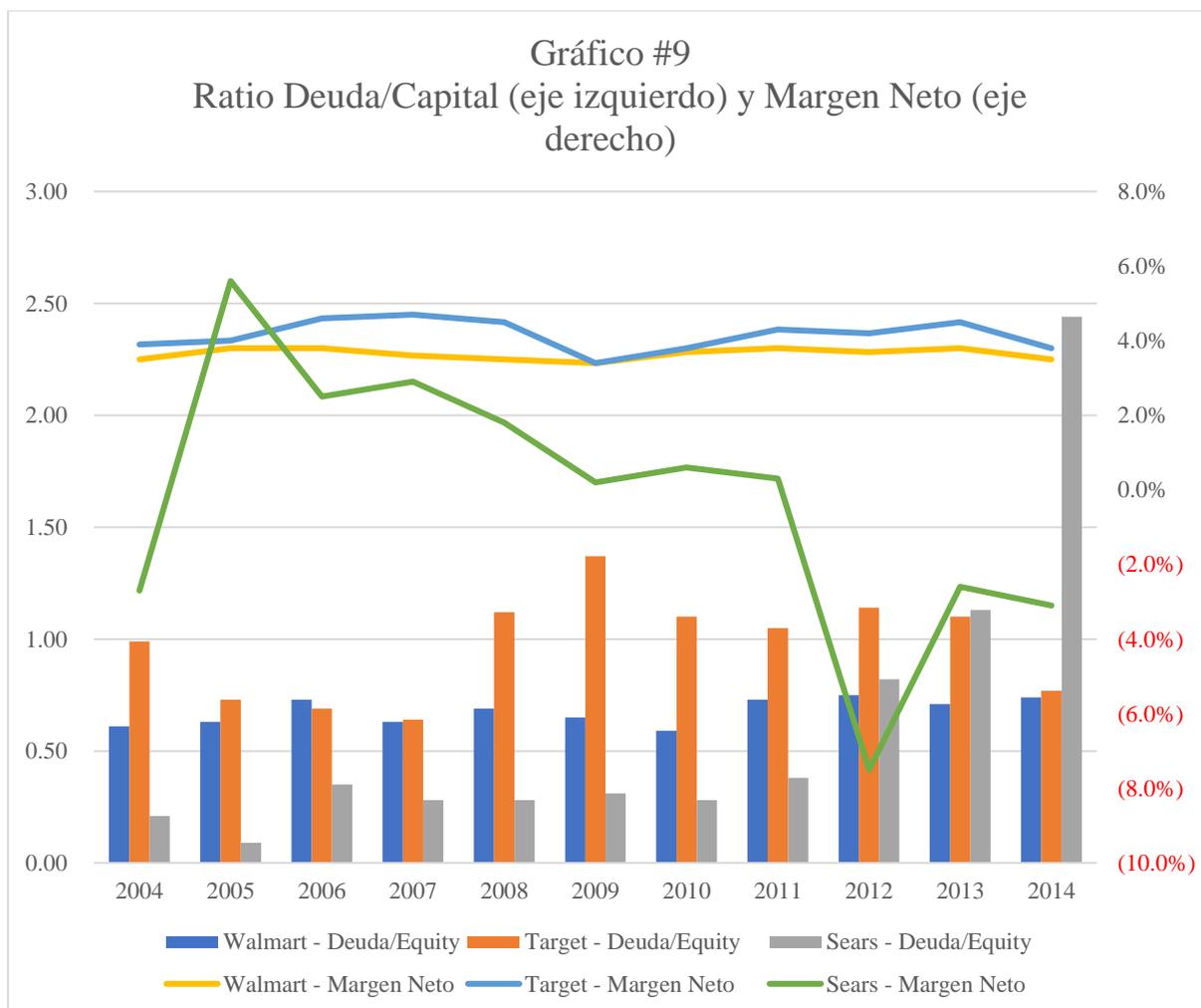
Observando la evolución del número de tiendas y el cambio de ventas en cada tienda individual, en el gráfico 8, resulta llamativa la pobre performance de Sears en comparación a Target. Comenzando con una cantidad de tiendas muy superior en la situación posterior a la adquisición que se hizo de Kmart, en torno a 2012 se observa una disminución muy marcada del número de tiendas bajo operación. También se observa que en cada tienda se da una marcada tendencia a realizar menos ventas año tras año a partir del año 2015.



Fuente: Refinitiv

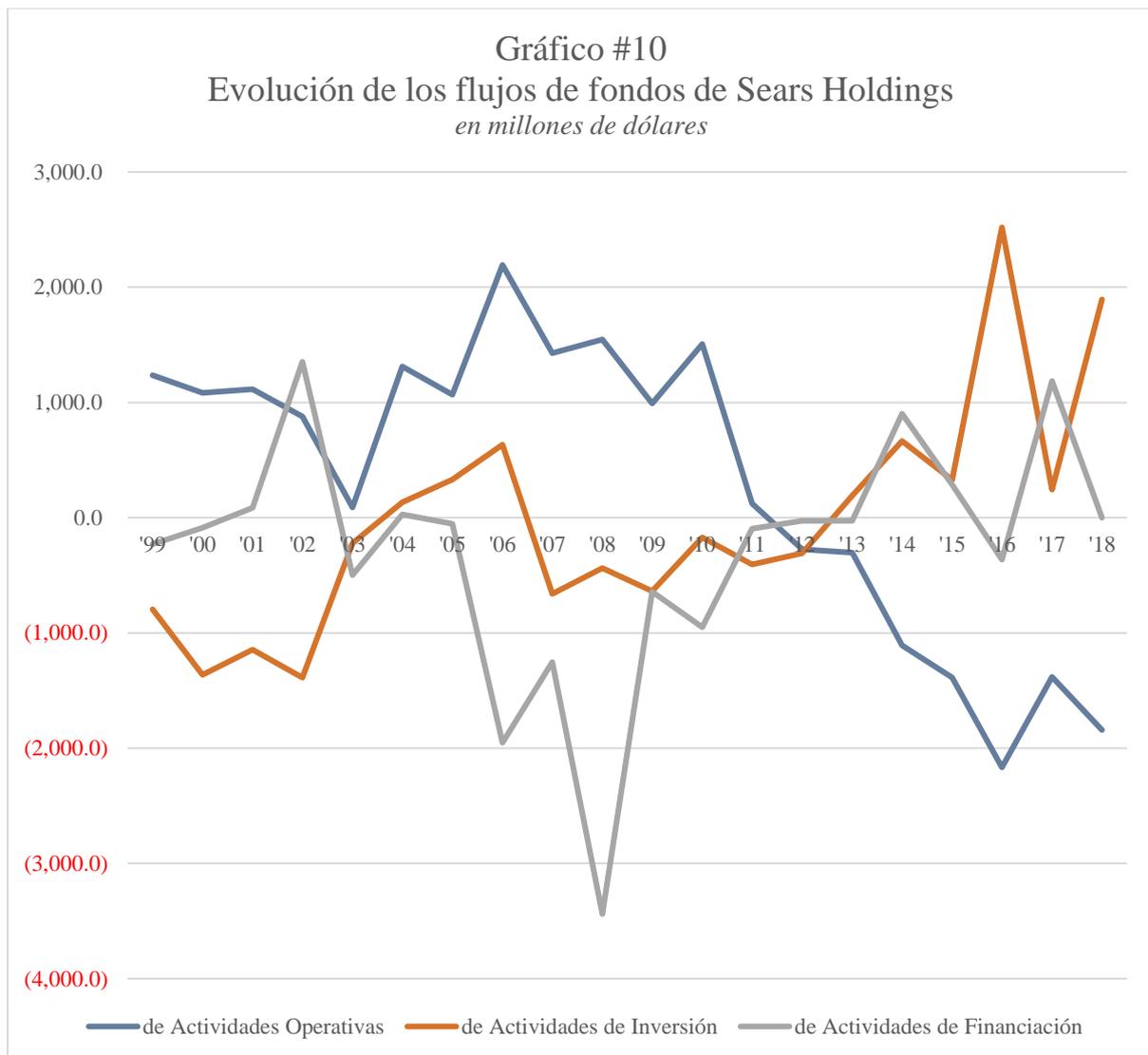
Los resultados negativos continuaron acumulándose y se observa una disparada del ratio de deuda sobre capital (*Debt/Equity*⁴) por parte de Sears, como lo muestra el gráfico 9. Bienenstock, Fitzgerald, Glasser & Kim (2019) reconocen una serie de transacciones en las que ESL Investments emitió deuda para que Sears pudiera continuar operando, pero también advertían que era muy probable que se estuvieran posicionando de modo tal de poder tener un mejor reclamo llegado el caso de que la empresa entrara en quiebra.

⁴ El ratio Deuda/Capital (*Debt/Equity*) indica la cuantía del activo que es financiado por el pasivo en relación con la cuantía financiada por el capital.



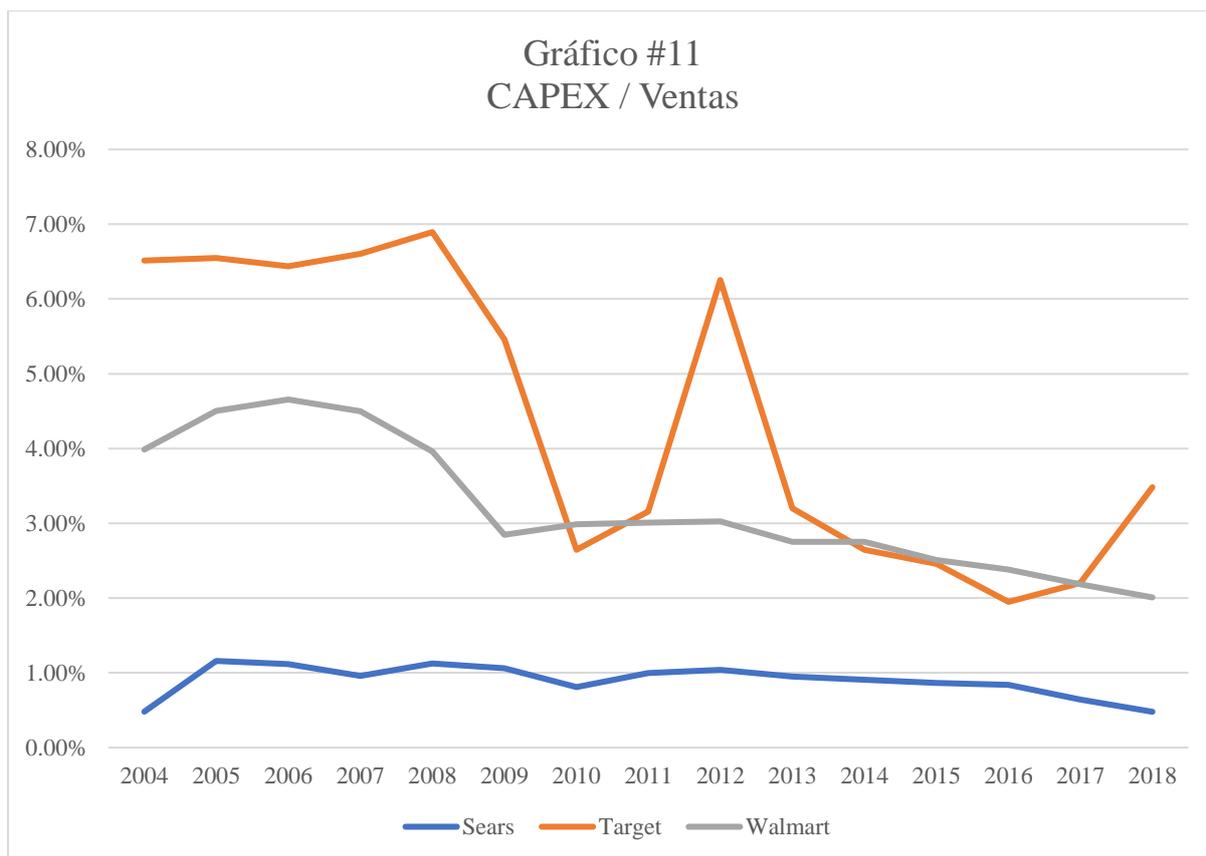
Fuente: Refinitiv

Observando la evolución de los flujos de fondos de Sears en el gráfico 10, puede observarse cómo a partir del año 2007 se da una fuerte tendencia negativa en los resultados operativos. Eventualmente, los flujos pertenecientes a las actividades operativas se tornaron negativos; esa absorción de efectivo fue compensada con un aumento del endeudamiento y venta de activos de la firma.



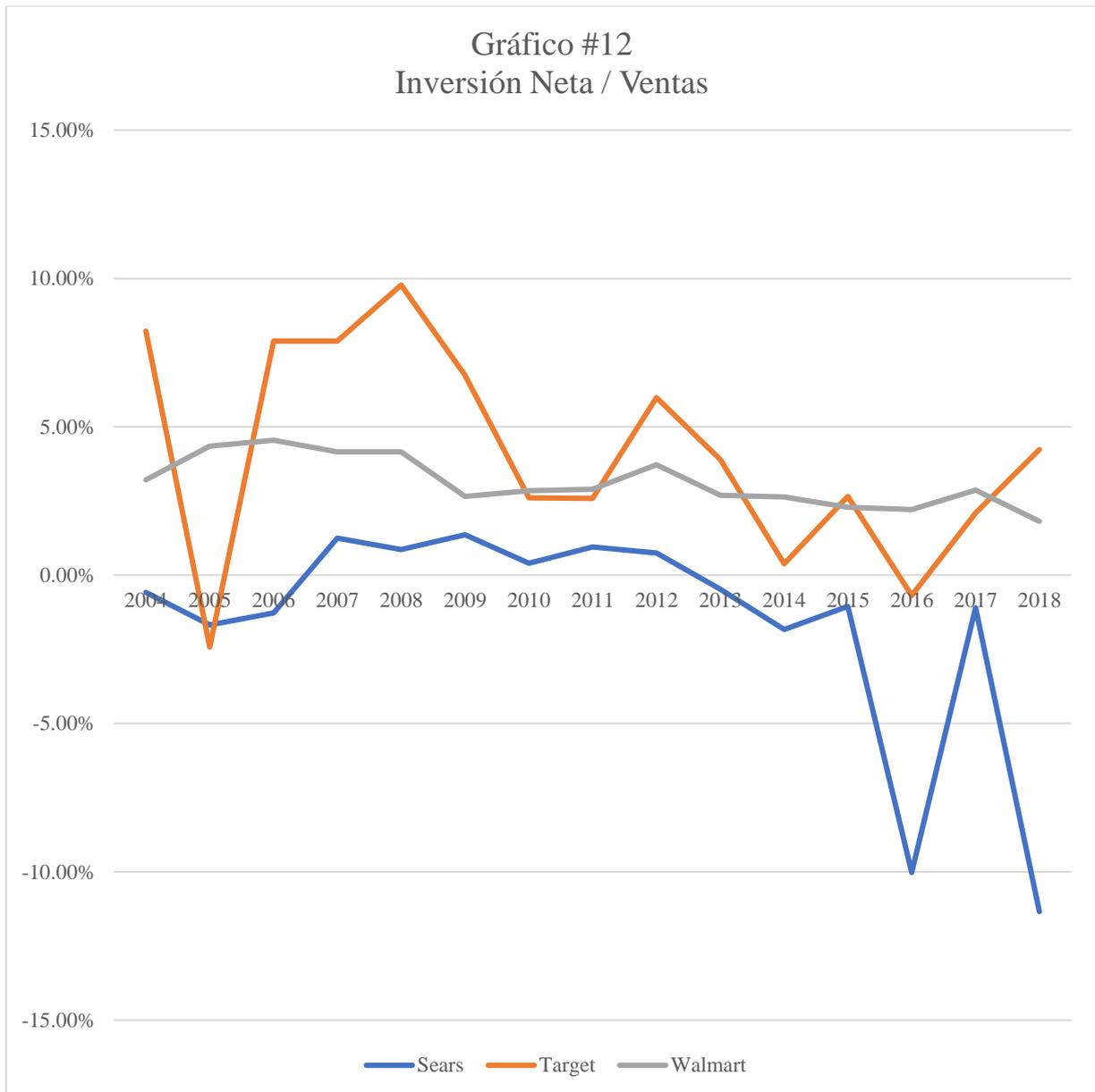
Fuente: Refinitiv

Al poner el foco en los patrones de inversión de Sears y realizando un análisis comparativo con sus competidores Target y Walmart, se observa también en el gráfico 11 que en todo el período analizado los Gastos en Capital (*Capital Expenditures o CAPEX*) de Sears giraron en torno al 1% de las ventas, número significativamente menor a Walmart (con un volumen de ventas mucho mayor a los de Sears) y Target, que como proporción de ventas invirtió más que Walmart en promedio.



Fuente: Refinitiv

Esta extraña tendencia a la subinversión se acentúa aún más si en lugar de mirar únicamente los Gastos en Capital se toma la inversión neta, es decir, si se resta a la nueva inversión en capital las ventas que se realizan del mismo. Esta relación es ilustrada en el gráfico 12, y se corresponde con la caída en el número de tiendas que se produce en relación a sus competidores.



Fuente: Refinitiv

¿Se produjo un vaciamiento de la empresa?

Uno de los puntos de mayor cuestionamiento realizados por los detractores de Lampert y ESL Investments giró en torno al desprendimiento de activos que realizó la empresa; en algunas de esas operaciones se vio el involucramiento de ESL Investments en ambos lados de las transacciones.

Venta de parte del Real Estate de Sears

Esta pobre performance que acarrea la firma condujo también a realizar una separación de la propiedad de una gran parte del *real estate* con el que contaba Sears, que, en línea con lo expuesto anteriormente, muchos consideraban como uno de los puntos de mayor valor y que le daban sustento tanto a la actividad de la firma como a la valuación de mercado de la misma.

En el reporte 10-K correspondiente al año 2014 presentado ante la Securities and Exchange Commission estadounidense, declaran la intención de conformar un fondo de inversiones inmobiliarias (*Real Estate*

Investment Trust o REIT) que compre una parte de las propiedades que tenía Sears y las opere como una empresa tradicional del rubro de *real estate* de una forma independiente a Sears. Este plan fue justificado en dicho reporte 10-K como una acción tomada dentro del marco de otro conjunto de medidas que tenían el objetivo de mejorar la flexibilidad financiera de la firma. La idea fundamental era desprenderse de tiendas que no lograron obtener la rentabilidad esperada por el *management* y generar a través de esta transacción en la que se pensaba inicialmente incluir entre 200 y 300 tiendas de Sears y Kmart aproximadamente 2.000 millones de dólares.

Esta acción concreta de la conformación del REIT continuaría consolidando el cierre de tiendas que venían teniendo lugar desde varios años atrás. Sears declaró a su vez ante la SEC que esta creación del REIT transformaría de manera positiva el capital de trabajo de la firma, favoreciendo el objetivo de crear una estructura corporativa más flexible y menos dependiente del manejo de inventarios y las cuentas a cobrar. También presentan esta idea del REIT como una oportunidad para acotar el riesgo en el que incurría Sears Holdings llegado el caso de que no lograra operar las tiendas de una manera rentable y explotar el potencial de creación de valor de esas tiendas bajo otro formato que no fuera con la marca Sears.

Puede pensarse a esta transacción como reveladora a su vez de la decadencia en la que se encontraba la firma, que continuaba despertando dudas sobre la viabilidad del negocio como negocio en marcha o *going concern*; ¿si una tienda era más valiosa al no ser operada por Sears, estaba cerca la firma de ser más valiosa en una eventual liquidación de sus activos?

El 7 de julio de 2015 se completó la oferta de derechos, la venta y contratos de rearreandamiento entre Sears y Seritage, que tomaría la forma legal de un Real Estate Investment Trust (REIT) con cotización pública. Esta transacción implicó que Sears Holding vendiera 235 propiedades a Seritage y el 50% de otros intereses que mantenía en proyectos conjuntos también vinculados a desarrollos inmobiliarios. Un punto importante es que Edward Lampert sería *Chairman* y accionista mayoritario de Seritage, quien en su papel como accionista de Sears tenía acceso preferencial vía la oferta de derechos a ser dueño de una parte del nuevo REIT. En su nueva forma legal como entidad separada, Seritage utilizó una combinación de capital levantado a través de los accionistas de Sears y también de deuda para comprar en aproximadamente 2.700 millones de dólares parte de las propiedades de Sears Holding, que luego arrendaría nuevamente a la compañía, y mediante la cual se le otorgaría a Sears mayor flexibilidad para cerrar contratos en los que esta última no quisiera continuar involucrada. Esto se vería en una disminución en el tiempo de la importancia de Sears en el porcentaje los contratos totales de Seritage.

Luego del anuncio de que finalmente se llevaría a cabo la transacción, las acciones de Sears cayeron casi un 20%. Esto reflejaba la importancia que se le atribuía en la capitalización de mercado a estas propiedades con las que ya no contaría como activo a pesar de poder operarlas bajo contratos de arrendamiento, y también podría abrir interrogantes con respecto a lo que en principio podría haber sido una mala transacción que destruyó valor.

Mugford & Abbott (2019) señalan que el mercado tuvo una reacción mixta ante el anuncio y concreción de esta transacción, dado que una parte de los analistas lo veían como un paso necesario dada la situación de la compañía, pero otros analistas acusaban a esta maniobra de ser otro parche temporal de corto plazo y que no solucionaba los problemas fundamentales de Sears. En concreto, comentan que algunos analistas advertían sobre esta serie de ventas de activos por parte de la firma y realizaban una analogía de estas transacciones con un juego de jenga; en donde se buscaba desmembrar a Sears Holdings de sus activos principales de manera de cubrir esos resultados negativos pero que eventualmente esto llevaría a una estructura demasiado frágil para continuar operando como un negocio viable.

Este mismo autor señala también que se produjo una demanda por parte de los accionistas de Sears a la firma en el año 2017, alegando que se produjo una subvaluación realizada por los expertos contratados por Sears de la propiedad que fue vendida a Seritage, y por el cual Sears tuvo que compensar a los accionistas con aproximadamente 40 millones de dólares. Eventos como este evidencian también los potenciales conflictos de interés y posibles maniobras fraudulentas que se podrían haber llevado a cabo

en este contexto, dado el rol de ESL Investments y Edward Lampert como un jugador clave en ambas firmas.

Orchard Supply

Otro desprendimiento de activos, que tuvo lugar a fines de 2011, fue la venta de Orchard Supply Hardware, que también era una cadena de tiendas de retail que se especializaba en productos de jardinería y hogar. Luego del anuncio, a mediados de 2011, se produjo una reacción positiva en las acciones de Sears, por lo que el mercado habría visto con buenos ojos esta transacción.

Bienestock, Fitzgerald, Glasser & Kim (2019) señalan que en 2005 Sears Holdings vendió aproximadamente el 20% de Orchard Supply a una firma de capital privado por alrededor de 60 millones de dólares en efectivo; y que esa operación en 2005 fue sucedida con la emisión por parte de Orchard Supply de 405 millones de dólares de deuda que fueron utilizados para financiar el pago de dividendos por 450 millones de dólares a una subsidiaria de Sears. Los autores mencionados argumentan que esta operación provocó que Orchard cargara con demasiada deuda, y que esto a su vez imposibilitó el financiamiento de proyectos que le hubieran permitido competir con otras empresas similares en el mismo rubro como Home Depot y Lowe's, que estaban atravesando un alto crecimiento.

Estos autores rescatan también el impacto positivo que pudo haber tenido la transacción en la situación financiera de Sears Holdings, que era frágil. Esto se dio porque le permitió a Sears reducir la deuda en \$262,4 millones de dólares, pasivo que tenía la subsidiaria en ese momento. Si bien esa deuda era emitida por la subsidiaria (Orchard) y no contaba con colaterales ni estaba garantizada por los activos de la compañía madre, podría haberse esperado que un default de una subsidiaria afectara negativamente a Sears Holdings vía mecanismos de reducción en los ratings de los bonos y tasas de financiamiento más elevadas. Estos efectos se daban, claramente, en un contexto de creciente necesidades de liquidez por parte de Sears.

¿El final de Sears?

Luego de una sucesión de muchos años de resultados negativos, la situación se volvió insostenible y Sears pidió la entrada en Chapter Eleven en octubre de 2018. Eventualmente la firma sería vendida en febrero de 2019; en ese momento contaba con aproximadamente 23.000 empleados menos de los que contaba al momento de ingresar en Chapter Eleven (aún luego de varios años de una disminución en el tamaño de la operación). Como es señalado por Mugford & Abbott (2019), el comité de acreedores no asegurados creado a partir de la entrada de la firma en Chapter Eleven realizó un pedido de investigación de las acciones ocurridas prepetición por parte de ESL Investments y otros. En el mismo, se argumentaba que gran parte del fracaso de Sears estaba explicado por el manejo de Sears como si se tratase de una compañía privada, dañando a los acreedores y los empleados de ésta. En particular, afirmaban que podrían descubrirse acciones con potencial de dar lugar a compensaciones materiales que deberían ocurrir a favor de ellos, entre las cuales se encuentra la venta de Seritage.

Mugford & Abbott (2019) comentan también que finalmente la firma sería vendida al propio Lampert, luego de una serie de ofertas iniciales que fueron rechazadas por la compañía (luego del pedido de ingreso en Chapter Eleven, Lampert renunció a su puesto como CEO y se formó una “oficina del CEO” conformado por varias personas con cargos jerárquicos en Sears) alegando que una liquidación sería más beneficiosa que esa venta. Eventualmente, el juez que tenía a cargo la causa instó a las partes a llegar a un acuerdo mediante el cual Lampert adquiriría Sears. Estos autores señalan que existieron reportes afirmando que Lampert ganó alrededor de 1.400 millones de dólares por su inversión en Sears, a pesar de haber perdido más de 600 millones de dólares en su inversión en el capital de la compañía. Estos retornos estaban explicados por los honorarios pagados por aquellos que invirtieron en ESL Investments, que a su vez invirtió fuertemente en las acciones y la deuda de Sears.

Conclusión

El presente trabajo giró en torno a la creación y destrucción de valor por parte de actores que fueron históricamente muy cuestionados por las prácticas que ejercen. Esa mala reputación podría haber llevado al desarrollo de legislación y reglas que hayan dificultado la toma de control y el accionar general por parte de estos inversores. Con el paso del tiempo, y con la evolución que se produjo en los marcos legales, se ha extendido la acción de inversores “buitre” sobre empresas que se encontraban en dificultades. Así, el área de mayor interés por parte de ellos podría ahora estar dado en la deuda de la compañía, que permite eventualmente tomar el control de una firma que atraviesa un proceso de reorganización financiera.

En cuanto a la creación y destrucción de valor por parte de estos inversores en las áreas de deuda y restructuración de compañías en *distress*, no se observa un consenso. Diversos autores rescatan como efectos positivos las posibles mejoras en el gobierno corporativo, las mejoras en la eficiencia de las firmas, y la aceleración de los procesos de restructuración que ocurren cuando los inversores buitres se involucran de manera activa en los mismos.

No obstante, dada la naturaleza propia de esos procesos, surgen por parte de otros autores cuestionamientos con respecto a las posibles exacciones de valor que ocurren por parte de los inversores buitres sobre otros accionistas y acreedores involucrados en esos casos. Esto podría dar lugar a la conclusión de que cada caso debería ser analizado de manera particular.

Los casos bajo estudio analizados pueden abordarse de distintas perspectivas, en línea con lo propuesto por las teorías del *stakeholder*. La extensión temporal permite hacer foco en las tendencias estructurales de las acciones llevadas a cabo por Edward Lampert y ESL Investments, y separar esos posibles efectos de las fluctuaciones de corto plazo que hayan podido producirse en el mercado de valores durante el período analizado.

Con respecto a la deseabilidad de la presencia de un inversor especializado en *distress* o buitres, Lampert y ESL pueden generar reacciones contradictorias. Puede observarse, sobre todo en su accionar en torno a la salida de la situación de quiebra de Kmart, que habrían tenido una clara influencia en el aumento de la celeridad con el que fue conducido ese proceso. Como se analizó en el presente trabajo, una justificación de la intervención de inversores activistas es que pueden funcionar como un contrapeso contra el *management* de una firma, que podría tener intereses no alineados con los de los accionistas y otros participantes con algún interés en la firma en cuestión. De manera análoga a una firma en una situación menos problemática, el inversor buitres podría favorecer una mejora del “gobierno corporativo”. Es en ese punto que podría rescatarse un efecto positivo de Lampert, presionando sobre el *management* de Kmart cuando esta se encontraba en Chapter Eleven.

El accionar del *management* durante un proceso de quiebras, puede prestarse naturalmente a muchas decisiones controversiales y que pueden ser cuestionadas como fraudulentas o ilegales. En el marco del Chapter Eleven, se le presentan al Deudor en Posesión muchas posibilidades de ejercer arbitrariedades en el trato con los *stakeholders* de la firma. Es por eso que ese efecto inicial de contrapeso por parte de un inversor buitres podría convertirse en prácticas abusivas dirigidas por éste.

Con respecto a ese punto en particular, en el caso de Kmart se presentan más interrogantes que respuestas con respecto a la propuesta de reorganización presentada por el Deudor en Posesión. ¿El *management* de Kmart podría tener motivaciones a demorar el proceso de reorganización más de lo necesario (como lo puede ser el hecho de seguir percibiendo una remuneración por su trabajo o el de firmas contratadas para brindar asesoramiento en este contexto)? ¿Podrían las amenazas de iniciar acciones legales por parte del inversor buitres generar un efecto intimidatorio que hiciera que el *management* tomara decisiones que favorecieran a ese inversor a expensas de otros?

Estos interrogantes cobran particular importancia en la valuación de la firma presentada en el plan de reorganización. En el caso de Kmart, se hizo uso de la práctica de “Nuevo comienzo contable” (“*Fresh start accounting*”), que se ha visto que podría usarse para manipular las valuaciones de modo tal que favorezca a un grupo determinado. Esto guarda una estrecha vinculación con la estructura de capital de

la firma y la jerarquía en los reclamos que se presentan. ESL Investments ha logrado obtener un beneficio a partir de la compra de deuda bajo la par, formando parte de una clase de acreedores que luego cambiarían sus tenencias por acciones.

Esas acciones por parte de ESL Investments podrían catalogarse como creadoras de valor (por el hecho de generar una demanda de esos bonos, al darle salida a inversores que no quieren involucrarse en este proceso y por el efecto señalamiento que podría tener en el mercado esa demanda) o destructoras de valor (en línea con lo mencionado antes, dado que podrían luego ejercer cierta influencia en la valuación para que los títulos que ellos poseen sean recompensados a expensas de otros reclamos).

Un aspecto que resulta por lo menos llamativo, es la gran suba de precios que tuvo la acción de Kmart post emergencia. Esto estuvo vinculado en gran parte a un auge en el sector inmobiliario ocurrido en Estados Unidos, donde Kmart podría haber tenido una habilidad superior que otros en determinar el potencial de valor de la firma. Nuevamente se abre el interrogante con respecto a si la valuación que se presentó en el plan de reorganización podría haber sido sesgada hacia un valor menor, de modo de evitar que más participantes con derechos contra el Deudor en Posesión reciban acciones de la firma.

En el plano operativo, claramente no se mostró en el largo plazo una acción creadora de valor por parte de ESL Investments. Las mejoras de los resultados iniciales parecieran haber sido impulsadas más por la reversión de malas decisiones previas que por nuevos aciertos. La reacción inicial positiva generada por el desprendimiento de activos podría haber llevado a Edward Lampert a repetir excesivamente esa maniobra, causando un deterioro permanente a la operación de las firmas. Observando las trayectorias de Walmart y Target, surge naturalmente el cuestionamiento de no haber seguido una estrategia que se encontrara en línea con esta última compañía: la imagen y marca de Sears parecían, al menos en un principio, lo suficientemente fuertes como para hacerlo. Luego, se observa una falta de involucramiento en la operación del negocio. Esto podría haber sido exacerbado por la asimetría entre el resultado de ESL Investments y Sears, dado que a pesar de una enorme destrucción en el valor de la firma, el fondo de inversión podría haber tenido resultados financieros positivos producto de esa inversión.

Esta sucesión de grandes éxitos y fracasos permiten ilustrar las luces y las sombras de los inversores especializados en *distress*. Algunas de las lecciones de estos casos son la necesidad del cuestionamiento a las narrativas de éxito que se presentan en períodos cortos sobre empresas emergentes, del sano escepticismo sobre las capacidades de operar negocios por parte de fondos que no tienen experiencia previa en esas industrias, y la necesidad de contar con buenas prácticas de gobierno corporativo, especialmente en situaciones de reorganización de las firmas. Quedará para trabajos posteriores abordar cuestiones pertinentes a la posible necesidad de modernización de los marcos legales que regulen el accionar de estos inversores.

Referencias

- Altman, E., Hotchkiss, E. & Wang, W. (2019). Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy.
- Basker, E. (2007). The causes and consequences of Wal-Mart's growth. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), 177-198.
- Basker, E., Klimek, S., & Van, P. (2007). Supersize it: The growth of retail chains and the rise of the "Big-Box" store. *Journal of Economics & Management Strategy*, 21(3), 541-582.
- Basker, E. & Van, P. (2007). Walmart as catalyst to U.S-China trade.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The business lawyer*, 921-963.
- Bharath, S. T., Panchapagesan, V., & Werner, I. M. (2010). The changing nature of Chapter 11. Fisher College of Business Working Paper, (2008-03), 003.
- Bienenstock, J., Fitzgerald, R., Glasser, M. & Kim, K. (2019). The Downfall of Sears.
- Brindley, B. (2008). *A dictionary of finance and banking*. Oxford University Press, USA.
- Burrough, B., & Helyar, J. (2010). *Barbarians at the gate: The fall of RJR Nabisco*. Random House.
- Burt, S. & Sparks, L. (2001). The implications of Walmart's takeover of ASDA.
- Byrd, J., Parrino, R., & Pritsch, G. (1998). Stockholder–manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*, 54(3), 14-30.
- Carlisle, T. (2014). The Icahn Manifesto. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 89-97.
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Fabozzi, F. J. (2008). *Fixed income securities*. John Wiley and Sons.
- Fassin, Y. (2009). The stakeholder model refined. *Journal of business ethics*, 84, 113-135.
- Freeman, E. (2000). Business ethics at the millennium. *Journal of business ethics*.
- Gietzmann, M., Isidro, H. & , Raonic, I. (2014). Vulture Funds and Fresh Start Accounting of Firms Emerging from Chapter Eleven.
- Gilson, S. C. (2010). *Creating value through corporate restructuring: Case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*. John Wiley & Sons.
- Gilson, S. C., & Abbott, S. (2009). Kmart and ESL Investments (A). HBS Case, (209-044).
- Gilson, S. C., & Abbott, S. (2009). Kmart and ESL Investments (B): The Sears Merger. HBS Case, (209-045).
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Goshen, Z., & Steel, R. S. (2022). Barbarians inside the gates: Raiders, activists, and the risk of mistargeting. *Yale LJ*, 132, 411.
- Graff, T. O., & Ashton, D. (1994). Spatial diffusion of Wal-Mart: Contagious and reverse hierarchical elements. *The Professional Geographer*, 46(1), 19-29.
- Graff, T. O. (2006). Unequal competition among chains of supercenters: Kmart, Target, and Wal-Mart. *The professional geographer*, 58(1), 54-64.
- Gramm, J. (2016). *Dear Chairman: Boardroom battles and the rise of shareholder activism*.

- Harner, M. M. (2011). Activist Distressed Debtholders: The New Barbarians at the Gate. *Wash. UL Rev.*, 89, 155.
- Harner, M. M., Griffin, J. M., & Ivey-Crickenberger, J. (2014). Activist investors, distressed companies, and value uncertainty. *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 22, 167.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 555.
- Holmes, T. (2006). The diffusion of Walmart and the economies of density.
- Hotchkiss, E. S., & Mooradian, R. M. (1997). Vulture investors and the market for control of distressed firms. *Journal of financial economics*, 43(3), 401-432.
- Ivashina, V., Iverson, B., & Smith, D. C. (2016). The ownership and trading of debt claims in Chapter 11 restructurings. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 316-335.
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 22(1), 32-42.
- Jiang, W., Li, K., & Wang, W. (2012). Hedge funds and Chapter 11. *The Journal of Finance*, 67(2), 513-560.
- Kaur, R. (2018). An Essay on Understanding Corporate Governance: Models, Theories and Global Evolution. *FOCUS: Journal of International Business*, 5(2), 93-104.
- Laulajainen, R. (1987). Spatial strategies in retailing.
- Laulajainen, R. (1988). Chain store expansion in national space.
- Lim, J. (2015). The role of activist hedge funds in financially distressed firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 50(6), 1321-1351.
- Moyer, S. G., Martin, D., & Martin, J. (2012). A primer on distressed investing: Buying companies by acquiring their debt. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 59-76.
- Mugford, K. & Abbott, S. L (2019). Sears: The Demise of an American Icon. HBS Case, (219-106).
- Qazi, M. U., & Jain, K. (2022). A Critical Analysis of USA's Takeover Laws and Defenses: Special Focus on Poison Pills in an Indian Context.
- Robinson, R. A., & Heller, R. (2020). Keep Your Friends Close, but Keep Your Critical Vendors Closer. *American Bankruptcy Institute Journal*, 39(8), 16-47.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2014). *Fundamentals of corporate finance*. New York, NY, USA.
- Rowley, L. (2003). *On target: How the world's hottest retailer hit a bull's-eye*. John Wiley & Sons.
- Schultze, G. (2012). *The art of vulture investing: adventures in distressed securities management*. John Wiley & Sons.
- Stowell, P. (2017). Kmart, Sears, and ESL: How a hedge fund became one of the world's largest retailers. *Kellogg School of Management Cases*, 1-22.
- Summerour, J. (2002). *Following a moving target*.
- Thompson, G. (2018). Social gains from the public relations voice of activist investors: The case of Herbalife and Pershing Square Capital Management. *Public Relations Review*, 44(4), 481-489.
- Turner, M. L. (2003). Kmart's ten deadly sins: How incompetence tainted an American icon. John Wiley & Sons.
- Useem, J. (2003). *One nation under Walmart*.

Walton, S. (2012). *Sam Walton: Made in America*. Bantam.

Whitman, M. J., & Diz, F. (2009). *Distress investing: principles and technique* (Vol. 397). John Wiley & Sons.