

# Caso Práctico

## G-III Apparel Group

*Preparado por el profesor Ivo Welch*

# I Introducción

A finales de 1989, Clive How gestionaba las carteras de clientes de banca privada. Una parte de sus clientes había leído sobre las rentabilidades excepcionalmente elevadas de algunas salidas a Bolsa y le habían pedido que invirtiera una parte importante de sus activos en nuevas firmas. Clive accedió a esta estrategia, creyendo que las nuevas firmas eran una de las pocas oportunidades en las que un gestor de carteras inteligente podría demostrar su valía. Después de todo, las nuevas firmas todavía no estaban sujetas al seguimiento de analistas y otros inversores. En busca de buenas oportunidades, se había metido a trompicones en una campaña de promoción de la empresa G-III Apparel Company. G-III (pronunciado “ge tres”) era un fabricante líder de ropa en piel y proponía salir a Bolsa a principios de diciembre. Clive creía que una gestión de cartera inteligente, al igual que los gestores de carteras inteligentes, siempre produciría mayores resultados. G-III parecía una oportunidad interesante, de modo que Clive decidió estudiarla como posible inversión.

## II La Sociedad

### A El negocio

G-III fabricaba una amplia gama de artículos de moda en piel, principalmente moda femenina a precios moderados: abrigos, chaquetas, pantalones y faldas. Aunque algunos productos se fabricaban con marca privada, la mayoría se vendía con las marcas propias de G-III: G-III, Siena y Cayenne. La división de ropa femenina de G-III vendía artículos por valor de 40\$–300\$ (precio al por menor), Siena vendía artículos por valor de 260\$–1.800\$, la nueva división Cayenne vendía artículos por valor de 100\$–500\$, y una reciente incursión en la ropa masculina con la marca G-III vendía artículos a precios que oscilaban entre 150\$ y 500\$. La mayoría de las ventas de G-III se realizaron a grandes almacenes (como Dillards, The May Company y Sears Roebuck) y cadenas especializadas (The Limited [20% de las ventas], y Wilson’s House of Suede [8% de las ventas, lo que supuso una disminución del 15% con respecto a dos años antes]),<sup>1</sup> y con las marcas de G-III. Como suele ser costumbre en el sector de la moda al por mayor, la sociedad no se centraba en modelos de diseño, sino que seguía las tendencias del resto del sector o los modelos de muestra específicos que le facilitaban sus clientes. La sociedad también acababa de empezar a exportar, fundamentalmente a Canadá, y esperaba que las exportaciones se convirtieran en un área de crecimiento.

<sup>1</sup> Wilson era tanto fabricante de artículos de piel (y, por tanto, competidor de G-III) como cliente.

## III La salida a Bolsa

### A El folleto informativo

Los Anexos 1 a 3 contienen las tres primeras páginas del folleto informativo. (En las páginas 1 y 2 del folleto aparecen modelos que llevan los diseños de moda en piel de G-III.) El formato del folleto de G-III era en su mayor parte estándar, describiéndose en la primera página la salida a Bolsa, en la segunda la sociedad y en la tercera la información financiera. (El folleto completo de la salida a Bolsa de G-III está disponible en <http://welch.som.yale.edu/>.)

### B El sindicato asegurador

En mayo de 1988, Equity Securities Trading Co. llevó a cabo una salida a Bolsa limitada y, como consecuencia, recibió un warrant por 20.000 acciones a un precio de 7,20\$, que vencía el 5 de mayo de 1993. Básicamente, G-III se fusionó con Ante Corp., un vehículo muy pequeño que cotizaba en Bolsa, que no había alcanzado la magnitud necesaria para cotizar en un mercado de valores importante. Al final, esto no supuso ni un beneficio ni un perjuicio para la “verdadera” salida a Bolsa de G-III, pero la dejó con 46 titulares inscritos y 195 titulares efectivos de acciones ordinarias antes de la salida a Bolsa.

La salida a Bolsa general que se proponía estaba bajo la gestión de Richard White, que actuaba en nombre de Oppenheimer (coordinador global de la salida). Un abogado privado del despacho de Bell, Kalnick, Klee & Green, tras conocer el interés de Morris Goldfarb por salir a Bolsa, había puesto en contacto a Richard White con el equipo directivo de G-III. A cambio, el despacho recibió una comisión de intermediación. Oppenheimer se encontraba entre los 15-20 bancos especialistas en salidas a Bolsa, compitiendo por salidas a Bolsa de tamaño medio con otros especialistas como Bear Sterns, Ladenburg e incluso Lehman, Paine-Webber, Dean-Witter y Prudential. En el caso de G-III, la presencia de un analista del sector moda (Dennis Rosenberg) supuso una ventaja.

El proceso de salida a Bolsa comenzó a finales de agosto principios de septiembre y concluyó con la salida en diciembre. G-III había cambiado de auditor el 31 de julio de 1989, pasando de McMichael a Grant Thornton, que había auditado los estados financieros de los tres ejercicios anteriores a la salida a Bolsa. La selección de un auditor más conocido no era infrecuente a la hora de preparar una salida a Bolsa y McMichael confirmó que estaba de acuerdo con las opiniones de los nuevos auditores.

Oppenheimer contrató a los abogados Morgan, Lewis & Bockius de Nueva York, mientras que G-III contrató a Fulbright Jaworski & Reavis McGrath. La sociedad cambió de denominación (dejando su nombre anterior “Ante Corp.”), consolidó sus filiales (G-III Leather Fashions y Siena Leather) y se constituyó en Delaware antes de la salida (anteriormente estaba constituida en Minnesota). La sociedad estaba preparada para comenzar a cotizar en NASDAQ/NMS con el símbolo GIII inmediatamente después de la salida a Bolsa.

Oppenheimer visitó Nueva York, Boston, Minneapolis, Chicago, Los Ángeles, San Francisco, Zürich, París y Londres durante el roadshow. Visitar a los inversores institucionales resultó ser muy positivo de cara a despertar la demanda suficiente para la salida a Bolsa. (Ni G-III ni el coordinador global tenían una preferencia específica por favorecer el tramo institucional o minorista.) El proceso formal de prospección de la demanda comenzó unas dos semanas antes de la salida a Bolsa. El folleto explicaba que el propio Oppenheimer había acordado asegurar 612.500 acciones; 20 bancos, entre los que se contaban casi todos los aseguradores de nivel 1, habían acordado asegurar 35.000 acciones; 10 aseguradores habían acordado asegurar 25.000 acciones y otros 25 aseguradores habían acordado asegurar 17.500 acciones cada uno.

Comentario sobre la sindicación: El verdadero proceso de salida a Bolsa es más complejo, principalmente por motivos de convenciones históricas (y quizá arcaicas). El aseguramiento y la venta son dos actividades diferentes. En una salida a Bolsa de las dimensiones de la de G-III, el asegurador principal vende casi todas las acciones él mismo. Tradicionalmente, los aseguradores tenían redes de inversores diferentes y exclusivas y, por tanto, un sindicato o consorcio asegurador tenía más capacidad de colocación que un único banco de inversión. Por el contrario, en la actualidad prácticamente todos los bancos de inversión comparten los mismos clientes institucionales y, por eso, un asegurador apenas necesita pedir a otros miembros del sindicato que le ayuden a vender acciones. Una desventaja de compartir la distribución es que el asegurador principal trata de evitar que los inversores vendan a su vez esas acciones en el mercado secundario inmediatamente después de la salida a Bolsa (acto conocido como 'flipping'). El control de esta nueva venta es más difícil cuando la colocación de las acciones corre a cargo de otras agencias de valores. Aún así, los partícipes en el sindicato podrán, en ocasiones, recibir algunas acciones de la emisión para su colocación, por ejemplo, 3.500 acciones si aseguran 35.000 acciones.

El principal argumento que esgrimen los aseguradores para la presencia de un sindicato asegurador en la actualidad es la "responsabilidad compartida". Si los inversores de la emisión demandan posteriormente a la sociedad y sus asesores, la responsabilidad del asegurador se repartirá en función de su participación en el consorcio asegurador. A cambio de su participación sindicada, el asegurador secundario recibe el 20% del 7% de comisión (0,91\$ por acción) que pagan los inversores. No obstante, los gastos del asegurador (gastos de abogados, viajes, representación y estabilización) se imputan a ese 20% y, en salidas a Bolsa de las dimensiones de la de G-III, los asegurados secundarios no reciben prácticamente nada. De hecho, los bancos de inversión consideran que la venta de acciones (a comisión) es el componente rentable y que el aseguramiento es el componente de responsabilidad no rentable. ¿Por qué aceptan los aseguradores participar en un sindicato asegurador? El principal motivo para participar en una emisión de otro asegurador es la *reciprocidad*: a cambio de su participación, Oppenheimer participaría como miembro sindicado en una futura emisión de esos aseguradores. Así, los sindicatos aseguradores son de hecho un mecanismo complejo para compartir el riesgo de responsabilidad. (No obstante, en salidas a Bolsa de mayores dimensiones, la participación sindicada puede ser rentable.)

En el caso de G-III, el descuento de aseguramiento era de 0,91\$ por acción y los aseguradores acordaron la venta a otros intermediarios con un descuento máximo de 0,53\$, pudiendo éstos a su vez vender con un descuento máximo de 0,10\$. Asimismo, los aseguradores recibieron una opción de sobreadjudicación ('Greenhoe'), ejercitable hasta 30 días después de la salida y a un precio de 12,09\$, para la adquisición de otras 300.000 acciones. Estas acciones tenían que comprarse a Morris Goldfarb y distribuirse entre los aseguradores sindicados en la misma proporción en la que se adjudicaran las acciones originales. Por otra parte, los aseguradores sólo podían ejercitar la opción para cubrir sobreadjudicaciones que se produjeran en relación con la salida a Bolsa. G-III indemnizaría a los aseguradores por cualquier pasivo, pérdida o gasto conforme a lo dispuesto en la Ley de 1933, pero todos los partícipes entendieron que dicha indemnización sería únicamente una protección restringida al asegurador principal o coordinador global. G-III accedió igualmente a vender warrants a cinco años para la adquisición de 200.000 acciones a un precio de 15,60\$ por 200.000\$.

<sup>2</sup> Oppenheimer recibiría un 20% en concepto de comisión de gestión, recibiendo el 60% restante las agencias de valores encargadas de distribuir las acciones. Dado que la mayoría de las agencias de valores terminarían siendo agencias de valores de Oppenheimer, ésta recuperaría a su vez algunas de estas comisiones.

Estos warrants no eran transferibles ni ejercitables durante el primer año. Por último, los aseguradores acordaron no intentar llevar a cabo ventas a cuentas discrecionales que superaran un 5% del total de las acciones ordinarias ofrecidas.<sup>3</sup>

## **C Destino de los fondos obtenidos en la salida y riesgos asociados con la G-III**

De los 1,5 millones de acciones de nueva emisión vendidas, la mayor parte estaba destinada a facilitar el crecimiento operativo de la sociedad (adiciones necesarias al capital circulante, financiación de existencias y cuentas a cobrar). Asimismo, la sociedad planificó la amortización de un efecto de 2 millones de dólares a su banco. (El efecto estaba garantizado por Goldfarb.)

El folleto mencionaba específicamente los siguientes factores de riesgo:

- ✗ Dependencia de fabricantes extranjeros
- ✗ Dependencia de personal clave
- ✗ Dependencia de clientes clave
- ✗ Naturaleza del negocio de la moda
- ✗ Estacionalidad
- ✗ Control de Goldfarb
- ✗ Futuras ventas compartidas
- ✗ Falta de trading significativo, lo que llevaría a NASDAQ a rebajar G-III
- ✗ Incertidumbre sobre el precio de oferta adecuado

## **IV Precio de la oferta**

La cuestión más importante en ese momento era determinar el precio adecuado para la salida a Bolsa.

Los analistas suelen valorar las empresas de dos formas. (Por lo general, se entiende que las dos son complementarias.) La primera consiste en proyectar los flujos de caja libres para realizar un análisis del “valor actual neto”. La segunda consiste en calcular diferentes ratios para comparar la empresa emisora con empresas comparables que coticen. (Es frecuente en el sector calcular dichos ratios en función de los datos financieros proyectados para el ejercicio siguiente, en lugar de utilizar datos financieros históricos.)

Algunos de estos ratios se calculan en el Anexo 4. Por lo general, se espera que la combinación de varias técnicas ayude a los analistas a “triangular” sobre el valor adecuado de la empresa.

<sup>3</sup> El asegurador de una emisión anterior también había recibido un warrant por 20.000 acciones, a 4 años desde abril de 1989, a un precio de ejercicio de 7,20\$, por 100\$.

## V Las preguntas

Clive tendría que tomar ahora algunas decisiones:

1. ¿Por qué había optado G-III por una salida a Bolsa en lugar de buscar otras formas alternativas de obtener capital?
2. ¿Se destinaron a buen fin los fondos conseguidos con la salida a Bolsa?
3. ¿Qué grado de complejidad revestía la situación financiera de G-III? ¿En qué situación se encontraba G-III antes de la salida a Bolsa? ¿Por qué habían elegido cotizar en NASDAQ/NMS?
4. ¿Quién es Oppenheimer? ¿Cuál era su función en el proceso? ¿Guardaba proporción su comisión con su función?
5. ¿Era 13\$ un precio adecuado para G-III? ¿Cuál era el valor intrínseco de una acción de G-III?
6. ¿Cómo influiría en las estimaciones elegir datos erróneos para la comparación?
7. ¿Cuánta demanda de acciones habría?
8. ¿Debería comprar un inversor las acciones de G-III en la salida a Bolsa o esperar al mercado secundario?
9. ¿Durante cuánto tiempo debería conservar un inversor las acciones de G-III?
10. ¿Cómo reaccionarían las instituciones? ¿Qué supondría la participación institucional para G-III y sus accionistas?
11. ¿Volvería a intentar conseguir financiación G-III pronto? ¿Importaría?
12. ¿Qué vergüenzas se podrían tratar de esconder del público?
13. ¿Qué había olvidado comprobar Clive? Anexo 1 Folleto de emisión: Portada. 2.000.000 Acciones.

# G-III

## APPAREL GROUP, LTD. Acciones Ordinarias

De las 2.000.000 de Acciones Ordinarias que se ofrecen por el presente, 1.500.000 acciones las ofrece G-III Apparel Group, Ltd. y 500.000 un Accionista Vendedor. Véase "Accionista principal y Accionistas Vendedores". La Sociedad no recibirá ninguna parte del producto de la venta de las acciones por parte del Accionista Vendedor. Véase "Aseguramiento" si desea conocer los factores tenidos en cuenta para el cálculo del precio de emisión.

Antes de esta emisión, ha existido un mercado limitado para las Acciones Ordinarias de la Sociedad. Las Acciones Ordinarias han sido admitidas a cotización en el sistema NASDAQ NMS bajo el símbolo "GIII". Véase "Información del Mercado de Acciones Ordinarias".

Véase "Consideraciones de Inversión" si desea leer un comentario sobre determinados factores que deban tener en cuenta los posibles compradores de Acciones Ordinarias.

**ESTOS VALORES NO HAN SIDO APROBADOS NI DESAPROBADOS POR LA SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION NI HA COMPROBADO DICHO ORGANISMO LA EXACTITUD O IDONEIDAD DE ESTE FOLLETO. CUALQUIER MANIFESTACIÓN EN CONTRARIO CONSTITUYE DELITO.**

	Precio al público	Descuento de aseguramiento	Beneficio para la Sociedad (2)(3)	Beneficio para los Accionistas Vendedores
Por acción	13,00 \$	0,91\$	12,09 \$	12,09 \$
Total (3)	26.000.000 \$	1.820.000 \$	18.135.000 \$	6.045.000 \$

(1) Véase "Aseguramiento" para consultar información sobre la indemnización de los Aseguradores y otros datos.

(2) Los gastos de emisión antes de deducciones se han estimado en 452.000\$ a pagar por la Sociedad.

(3) A los Aseguradores se les ha concedido una opción, ejercitable en los 30 días siguientes a la fecha de emisión de este folleto, bien de un segundo Accionista Vendedor o bien de la Sociedad, para la adquisición de otras 300.000 Acciones Ordinarias al Precio de Venta al público por acción, menos el Descuento de Aseguramiento, a efectos de cubrir cualquier sobreadjudicación que pudiera producirse. Si los Aseguradores ejercitan dicha opción íntegramente, el Precio de Venta al Público total, el Descuento de Aseguramiento y el Beneficio para los Accionistas Vendedores ascenderían a 29.900.000\$, 2.093.000\$ y 9.672.000\$, respectivamente, si dichas acciones fuesen vendidas por el Accionista Vendedor. Si dichas acciones fuesen vendidas por la Sociedad, el Beneficio para los Accionistas Vendedores no cambiaría y el Beneficio para la Sociedad total ascendería a 21.762.000\$. Véase "Aseguramiento".

Los Aseguradores ofrecen las Acciones Ordinarias en el momento y en las condiciones de entrega y aceptación en que las han recibido, con sujeción a su derecho a retirar, cancelar o denegar solicitudes en su totalidad o en parte y con sujeción a otras condiciones específicas. Se espera que la entrega de los títulos que representan las acciones se efectúe contra pago el 21 de diciembre de 1989 o sobre esa fecha en la oficina de Oppenheimer & Co., Inc., Oppenheimer Tower, World Financial Center, Nueva York, 10281.

### Oppenheimer & Co., Inc.

La fecha de emisión de este Folleto es el 14 de diciembre de 1989. Anexo 2 Folleto de Emisión:

Página 3.

## RESUMEN DEL FOLLETO

*El siguiente resumen está documentado en su totalidad por la información más detallada y los estados financieros consolidados y combinados (incluidas las notas a los mismos) que se incorporan igualmente a este Folleto. Salvo especificación en contrario, toda la información financiera, datos sobre acciones y por acción que se recogen en este Folleto (a) han sido adaptados para reflejar (i) una reorganización de la Sociedad efectiva a partir del 31 de julio de 1989, (ii) la reducción de capital de dos a uno de las Acciones Ordinarias efectuada el 31 de julio de 1989 y (iii) la reducción de capital de tres a uno de las Acciones Ordinarias efectuada el 1 de noviembre de 1989, y (b) presuponen el no ejercicio de (i) warrants por un total de 220.000 Acciones Ordinarias o (ii) la opción de sobreadjudicación.*

### LA SOCIEDAD

G-III Apparel Group, Ltd. (la "Sociedad") diseña, fabrica y comercializa una amplia gama de ropa de piel. El mercado principal de la Sociedad es la ropa femenina de piel a precios moderados y, en menor medida, ropa femenina de piel de mayor calidad y más orientada a la moda y las prendas de piel masculinas. Los productos de la Sociedad incluyen abrigos, chaquetas, pantalones, faldas y otras prendas informales de piel.

La Sociedad vende sus productos con sus marcas G-III™, Siena™ y Cayenne™ y, en menor medida, con marcas de distribución privadas, a aproximadamente 1.000 clientes que van desde las cadenas minoristas y almacenes nacionales hasta las boutiques especializadas. La mayoría de las ventas de la Sociedad se realizan a cadenas de distribución nacionales y regionales como las divisiones Lerner, Limited y Lane Bryant de The Limited, Inc., Wilson's House of Suede, Maurices Inc., Petrie Stores, Inc., Burlington Coat Factory Warehouse Corp., Sears, Roebuck & Co., Dillards Department Stores, Inc., May Company y Casual Corner. En su ejercicio terminado el 31 de julio de 1989, la Sociedad fabricó cerca de un 31% de sus productos en sus fábricas de Nueva York, mientras que el resto lo fabricaron para la Sociedad contratistas independientes, principalmente en Corea del Sur y también de Nueva York, Hong Kong y América del Sur. En los tres últimos ejercicios, la cifra de negocios de la Sociedad ha crecido hasta alcanzar un índice total anual del 68% y el resultado neto pro forma ha aumentado aproximadamente de 700.000\$ a 5.900.000\$. La Sociedad considera que, como consecuencia de este crecimiento, es uno de los mayores fabricantes independientes de moda en piel al por mayor de Estados Unidos. El éxito de la Sociedad se ha debido en parte a su capacidad para ofrecer una amplia selección de estilos, colores, tallas y variedades de piel, así como para prever las necesidades de compra a corto plazo de los minoristas ajustando sus programas de producción y entrega a estilos bien recibidos y con demanda. La Sociedad estima que la reputación que tiene de servir mercancía de calidad a los minoristas, realizar las entregas a tiempo y ofrecer precios competitivos la ha colocado en una posición óptima para el crecimiento continuo.

La estrategia de la Sociedad consiste en aumentar las ventas a los clientes existentes y atraer a nuevos clientes mediante la expansión de las líneas de negocio. La Sociedad tiene previsto desarrollar su línea de negocio Siena, que se caracteriza por precios más elevados y prendas de piel más orientadas a la moda, su línea de negocio Cayenne de ropa de piel a precios moderados, su línea de ropa masculina y varios programas de marca privada para cadenas minoristas y negocios de venta por catálogo nacionales. La Sociedad también tiene previsto introducir una línea infantil de prendas de piel en los próximos 12 meses.

### LA OFERTA

Acciones Ordinarias ofrecidas por:

La Sociedad	1.500.000 acciones
El Accionista Vendedor	500.000 acciones

Acciones Ordinarias en circulación inmediatamente después de esta Emisión

6.144.444 acciones

Uso del beneficio de la emisión

Financiación del crecimiento de las actividades de la Sociedad, principalmente mediante adiciones al capital circulante, para permitir la financiación de existencias y cuentas a cobrar adicionales relacionadas con unas mayores ventas y para amortizar un pagaré de 2.000.000\$.

Símbolo NASDAQ: GIII.