

Let's Gowex

NICOLE CHEMALI, MARIA CAMILA SERNA, GURAY KIZILKAYA, SOPHO GIRDALAD Y JANIS KLENK

Barcelona School of Management, Universitat Pompeu Fabra

Fecha de recepción: 5/1/2015

Fecha de aceptación: 21/5/2015

RESUMEN

Este caso describe la historia de Gowex, una empresa líder en Wi-Fi gratuita en ciudades de todo el mundo y cotizada en tres bolsas. La primera parte expone la información existente hasta el 1 de julio de 2014. La segunda parte explica lo sucedido tras la aparición de un informe que cuestionaba los datos contables de Gowex. A los pocos días de hacerse público este informe la empresa fue suspendida de cotización y entró en concurso de acreedores. El objeto del caso es reflexionar sobre los problemas que conlleva la falta de fiabilidad de la información contable y sobre los indicios que permiten detectar la existencia de fraudes contables.

PALABRAS CLAVE

Fraude contable, Gowex, Maquillaje contable, Mercado alternativo Bursátil, New York Stock Exchange.

ABSTRACT

This case describes the history of Gowex, a leader in Wi-Fi in cities around the world and listed on three stock exchanges. The first part presents the existing information until July 1, 2014. The second part explains what happened after the appearance of a report that questioned the accounting data Gowex. A few days after this report was made public the company was suspended from trading and filed for bankruptcy. The purpose of the case is to reflect on the problems of

the lack of reliability of financial information and on indications that detect the existence of accounting fraud.

KEYWORDS

Accounting fraud, Gowex, Accounting manipulations, Alternative Stock Market, New York Exchange.

PARTE A: Desde los inicios hasta el 1 de julio de 2014

“Gracias a su esfuerzo y a su capacidad han sabido aprovechar las oportunidades que brinda la globalización. Una sociedad necesita referentes emprendedores como ustedes y, por eso, resulta tan merecido este premio”.

Mariano Rajoy (al entregar a Gowex el Premio Start-EX concedido por el Gobierno español, marzo 2014)

Introducción

Este caso está planteado para trabajar en primer lugar la parte A y una vez contestadas las preguntas de dicha parte, ya se puede pasar a leer la parte B y contestar las preguntas. Es muy importante que el lector no pase a leer la parte B hasta que no haya contestado todas las cuestiones de la parte A.

Let's Gowex es una empresa con sede en Madrid, liderada por Jenaro García desde sus inicios en 1999. Tiene oficinas en Madrid, París, Londres, Buenos Aires y Shanghái. Su actividad principal es implantar Wi-Fi gratuito en ciudades y lo financia a través de subvenciones públicas y publicidad. Los servicios ofrecidos incluyen internet y telefonía local, doméstica y de larga distancia. También actúa en el mercado B2B por medio de soluciones de conectividad para aplicaciones web y en teléfonos inteligentes, lo que permite el comercio electrónico, juegos en línea y otros servicios de valor agregado en el área de multimedia.

La financiación inicial de la empresa procedió de 1,5 millones de euros de subvenciones y préstamos del Ministerio de Industria español.

Jenaro García es un emprendedor de éxito, muy habitual en los medios de comunicación y se le ve a menudo en actos con políticos y gobernantes. Desde sus inicios Gowex ha recibido múltiples galardones: Premio Oseo Anvar a la Innovación (2008), Premio Emprendedor del Año Ernst & Young (2011), Premio European Small and Mid-Cap Award de la Comisión Europea (2013) y Premio Start-Ex del Gobierno español (2014), entre otros.

Modelo de negocio

Gowex ha tenido unos ingresos de \$180 millones en 2013 y en los últimos cuatro años ha multiplicado por 3 sus ingresos y por 5 los beneficios. A finales de 2013, Gowex cubría 80 ciudades a nivel mundial (incluidos Estados Unidos, Hong Kong, Brasil, Dubái, China y Francia). En conjunto, gestiona más de 100.000 *hot spots* en ciudades, restaurantes, cafeterías y en medios de transportes. La mayoría (86,3%) de ellos están situados en ciudades. Un *hotspot* («punto caliente») es un lugar que ofrece acceso a Internet a través de una red inalámbrica conectada a un proveedor de servicios de Internet.

Generalmente, las compañías como Gowex obtienen el dinero de subvenciones y publicidad. Así, los ingresos de Gowex por publicidad fueron alrededor de \$30 millones en 2013, lo cual representa 3,3 veces más que los ingresos de su competidor más cercano Boingo. Durante los últimos años, la compañía ha firmado importantes acuerdos que le permiten ampliar los *hotspots* y el público al que da servicio (ver figura 1).

| | |
|-------------|---|
| 2011 | Acuerdo estratégico en China con CRCS (la segunda compañía de ingeniería de ferrocarriles en China) |
| 2011 | Convenio con NINTENDO para dar acceso a los usuarios de este producto a la red Wi-Fi de Gowex |
| 2011 | Acuerdo para prestar el servicio de Wi-Fi en el metro de Buenos Aires y de Madrid |
| 2011 | Acuerdo con 15 empresas de diversos países que transportan 2.000 millones de pasajeros/año |
| 2012 | Firma de acuerdos con ciudades como Dubái, París, Dublín y Marsella |
| 2012 | Acuerdo firmado para roaming tanto a nivel nacional e internacional |
| 2012 | Acuerdos con Skype |
| 2013 | Acuerdo para prestar servicio de Wi-Fi en República del Congo, Bélgica, Barcelona y Edimburgo |

Figura 1. Acuerdos y negocios especiales de Gowex desde 2011 hasta 2013.

Competencia

El mercado del Wi-Fi gratuito es muy complicado. El fundador de Mu-niwireless explica el mercado como “...*No existe el negocio del Wi-Fi gratis a menos que tengas un millón de usuarios*”. Muchos intentos de generar rentabilidad brindando servicio de Wi-Fi gratuito han fracasado. De hecho, sus principales competidores en Wi-Fi gratis (Boingo, iPass, Towerstream) generan pérdidas y están retrocediendo.

Consejo de administración

Los miembros del Consejo son Jenaro García (Presidente), Francisco Martínez Marugan (Director Financiero), Javier Solsona (Director Corporativo) y Florencia Maté (Directora de Relaciones con los Inversores y esposa de Jenaro).

Accionariado y filiales

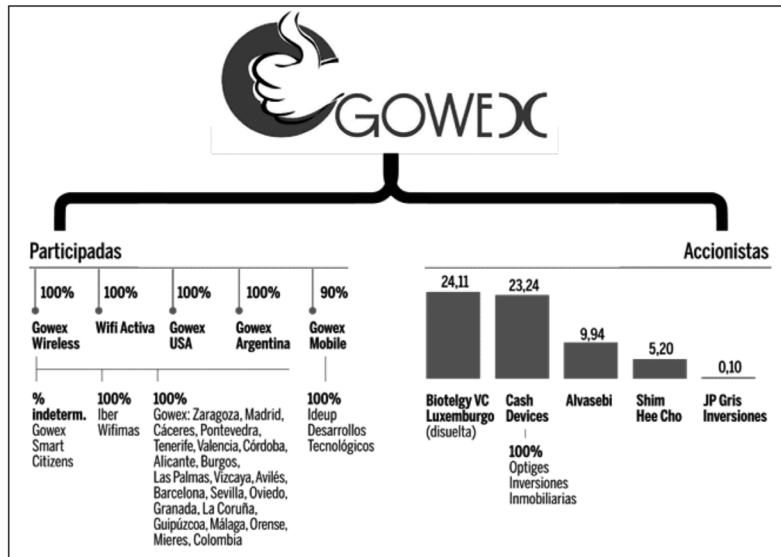
Jenaro García controla el capital de Gowex a través de varias sociedades (Biotelgy VC, Cash Devices). El segundo accionista es Javier Solsona (a través de la sociedad inmobiliaria Alvasevi). Otros accionistas de la compañía son el inversor Shin Hee Cho y JP Gris Inversiones, dedicada a la promoción inmobiliaria.

La principal filial de Gowex es Gowex Wireless, empresa con sede en Sevilla, que tiene a su vez una quincena de filiales dedicadas al Wi-Fi gratuito en ciudades. Gowex constituyó muchas filiales para acudir a concursos locales de adjudicación de servicios Wi-Fi con Administraciones Públicas. Hasta 2009, el grupo contaba con las filiales Gowex Avilés, Gowex Madrid, Gowex Málaga y Gowex Mieres. En 2010, constituyó sociedades en Burgos, Barcelona, Córdoba, Granada, Guipúzcoa, La Coruña, Las Palmas, Orense, Pontevedra, Valencia, Vizcaya, Zaragoza, Alicante, Tenerife, Cáceres, Oviedo y Sevilla. Todas estas empresas fueron creadas bajo la estructura de sociedad limitada unipersonal, con un capital social de 3.006 euros. Aunque la mayoría de estas sociedades no ha depositado cuentas en los registros mercantiles desde el año 2010, Gowex ha ido comunicando los resultados de estas filiales en las cuentas. Algunas sociedades apenas han tenido actividad. De hecho, diez filiales presentan resultados negativos. Gowex cerró 2010 con más de 20 filiales, cuando el grupo contaba con una plantilla total de 45 empleados. En 2013, la plantilla alcanzó los 172 empleados.

En 2013 Gowex incorporó a Ideup, especializada marketing móvil. Gowex posee una participación del 90% de Ideup a través de Gowex Mobile.

También ha ido creando filiales fuera de España. Creó Gowex Colombia y adquirió un 95% de Gowex Argentina. En 2012, la primera registró un resultado negativo de 2 euros, mientras que Gowex Argentina, registró un resultado neto negativo de 284.335 euros.

En 2013, Gowex constituyó nuevas filiales en Chile, Irlanda, Italia, México, Reino Unido y EEUU. También creó la sociedad Gowex Dubai, de la que Jenaro García posee un 100% del capital y es también administrador único. En la figura 2 se acompañan las principales filiales de Gowex.



Fuente: Expansión.

Figura 2. Principales filiales de Gowex y accionariado.

Cotización de las acciones

Las acciones de Gowex empezaron a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en 2010. Esta es una bolsa dirigida y gestionada por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la CNMV. Está enfocada a empresas innovadoras de mediana dimensión. Sus requisitos son menores a los de la Bolsa Oficial y sólo hay que presentar cuentas dos veces al año, no exige presentar Informe de Gobierno corporativo ni tener Comité de Audi-

toría. De todas formas, sus cuentas deben estar auditadas y contar con el informe de gestión. El 12 de Marzo de 2011, Gowex se convirtió en la única pyme española con doble cotización, cotizando en el Mercado alternativo Bursátil español MAB (GOW) y en NYSE – Alternext (ALGOW). En 2012, la SEC norteamericana autorizó a la compañía para iniciar un programa ADR2 en Estados Unidos a través del mercado OTCQX. Actualmente, cotiza también en el Euronext de París.

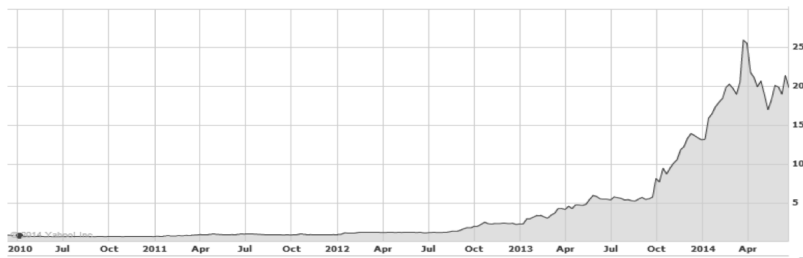
En su salida a Bolsa captó 6 millones de euros de capital y en dos ampliaciones posteriores consiguió 24,5 millones de euros más.

En la figura 3 se puede comprobar el elevado crecimiento de la cotización de Gowex comparado con sus competidores.

| | Dic 2010 | Jun 2011 | Dic 2011 | Jun 2012 | Dic 2012 | Jun 2013 | Dic 2013 | Jun 2014 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Gowex | 0,73 | 0,99 | 0,96 | 1,21 | 2,32 | 5,41 | 13,15 | 19,86 |
| Boingo | N/A | 9,67 | 8,43 | 11,62 | 8,00 | 6,21 | 6,41 | 7,05 |
| lpass | 1,25 | 1,58 | 1,42 | 2,29 | 1,97 | 2,12 | 1,63 | 1,40 |
| Towerstream | 4,24 | 5,09 | 2,12 | 4,15 | 3,61 | 2,75 | 3,00 | 1,90 |

Figura 3. Precio en euros de las acciones de Gowex comparados con otros competidores.

La figura 4 permite visualizar la evolución del precio por acción de Gowex. Es el valor estrella del MAB, ya que su capitalización ha pasado de 120 millones de euros en 2012 a 2.000 millones de euros a mediados de 2014, aunque su *free float* sólo es del 35% ya que el resto de las acciones están en manos de los fundadores.



Fuente: <https://uk.finance.yahoo.com/echarts?s=GOW.MC>.

Figura 4. Precio por acciones de Gowex de 2010 a 2014.

Cuentas y auditoría

Las cuentas de Gowex están firmadas por la Directora de Relaciones con los Inversores y sus informes de auditoría son favorables y sin salvedades. El auditor es M&A, una pequeña compañía de Madrid, cuyo socio es José Antonio Díaz Villanueva. La empresa también tiene a Ernst & Young como asesor registrado para los trámites ante el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Los asesores registrados son profesionales especializados que valoran la idoneidad de las empresas para incorporarse al MAB y, posteriormente, las acompañan y asisten durante su permanencia en el mercado.

Opiniones de analistas

Las opiniones de los analistas hacia Gowex son muy positivas (figura 5). Como ejemplo, se puede recordar que a finales de 2013, Aurel BGCS consideraba que Gowex estaba “*en el corazón de un círculo virtuoso*” y recomendaba comprar sus acciones.

| Analista | Fecha | Precio objetivo por acción | Recomendación |
|--|-----------|----------------------------|---------------|
| JB Capital Markets | 20-2-2014 | 25,0 euros | Comprar |
| Aurel BGCS | 20-5-2014 | 17,5 euros | Retener |
| Beka Finance (antigua Caja Madrid Bolsa) | 18-6-2014 | 31,0 euros | Comprar |
| N+1 | 1-7-2014 | 23,4 euros | Comprar |

Figura 5. Opiniones de los analistas.

El porcentaje de dividendos esperados por Aurel BCG se muestran en la figura 6. El nivel de dividendos es reducido ya que la empresa prefiere destinar los recursos generados a la expansión.

| Año | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------------|------|------|------|
| Rentabilidad por dividendos | 0,3% | 0,4% | 0,5% |

Figura 6. Estimación de Aurel BGC de la rentabilidad por dividendos de Gowex.

A media mañana del 1 de julio de 2014, Gowex está de celebración, la alcaldesa de Madrid, Ana Botella, visita sus instalaciones destacando la extraordinaria labor y los éxitos de Jenaro García y Gowex.

Preguntas Parte A

Las preguntas siguientes pretenden conocer la opinión que se puede tener de la empresa con la información disponible hasta el 1 de julio de 2014.

1. Identificar las fortalezas y debilidades de Gowex.
2. Desde el punto de vista de una entidad crédito, determinar si otorgaría un crédito a Gowex.
3. ¿Recomendaría comprar acciones el 30 de junio de 2014, considerando que el precio era de 19,86€?

Anexos

Balances de situación de Gowex para el periodo 2009-2013 (datos en euros)

| | 31/12/2013 | % | 31/12/2012 | % | 31/12/2011 | % | 31/12/2010 | % | 31/12/2009 | % |
|---------------------------------------|--------------------|--------------|--------------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|--------------|-------------------|---------------|
| Activos no corrientes | 62.381.906 | 38,3% | 20.600.976 | 20,4% | 15.997.750 | 27,9% | 8.332.345 | 16,8% | 3.761.187 | 12,4% |
| Intangibles | 6.172.973 | 3,8% | 3.069.909 | 3,0% | 2.001.071 | 3,5% | 2.041.149 | 4,1% | 1.884.029 | 6,2% |
| Tangibles | 54.709.685 | 33,6% | 17.116.906 | 17,0% | 13.285.182 | 23,2% | 5.769.197 | 11,7% | 1.714.585 | 5,7% |
| Otros activos no corrientes | 1.499.428 | 0,9% | 414.155 | 0,4% | 711.497 | 1,2% | 521.999 | 1,1% | 162.573 | 0,5% |
| Activo corriente | 100.484.022 | 61,7% | 80.177.124 | 79,6% | 41.294.099 | 72,1% | 41.173.080 | 83,2% | 26.523.954 | 87,6% |
| Existencias | 9.883 | 0,0% | 19.355 | 0,0% | 53.260 | 0,1% | 0 | 0,0% | 0 | 0,0% |
| Deudores | 45.560.291 | 28,0% | 15.792.522 | 15,7% | 9.892.935 | 17,3% | 25.931.985 | 52,4% | 20.720.540 | 68,4% |
| Otros activos corrientes | 54.913.848 | 33,7% | 64.365.247 | 63,9% | 28.376.847 | 49,5% | 15.241.095 | 30,8% | 5.803.414 | 19,2% |
| Efectivo y equivalentes | 3.587.610 | 2,2% | 9.225.666 | 9,2% | 2.971.057 | 5,2% | 4.163.293 | 8,4% | 5.468.831 | 18,1% |
| ACTIVO TOTAL | 162.865.928 | 100% | 100.778.094 | 100% | 57.291.849 | 100,0% | 49.505.425 | 100% | 30.285.141 | 100% |
| Patrimonio neto | 95.177.298 | 58,4% | 69.549.116 | 69,0% | 35.141.058 | 61,3% | 22.918.033 | 46,3% | 12.517.946 | 41,3% |
| Capital | 723.134 | 0,4% | 723.134 | 0,7% | 646.713 | 1,1% | 575.572 | 1,2% | 489.857 | 1,6% |
| Reservas | 94.454.164 | 58,0% | 69.549.116 | 69,0% | 34.600.320 | 60,4% | 22.342.461 | 45,1% | 12.028.089 | 39,7% |
| Pasivo no corriente | 27.436.210 | 16,8% | 14.855.748 | 14,7% | 8.979.984 | 15,7% | 4.803.561 | 9,7% | 1.795.175 | 5,9% |
| Deuda a largo plazo | 24.432.356 | 15,0% | 11.269.505 | 11,2% | 6.215.575 | 10,8% | 3.345.881 | 6,8% | 1.215.145 | 4,0% |
| Otros pasivos no corrientes | 3.003.854 | 1,8% | 3.586.243 | 3,6% | 2.764.409 | 4,8% | 1.457.680 | 2,9% | 580.030 | 1,9% |
| Pasivo corriente | 40.252.420 | 24,7% | 16.373.230 | 16,2% | 13.170.806 | 23,0% | 21.783.831 | 44,0% | 15.972.020 | 52,7% |
| Préstamos | 3.809.491 | 2,3% | 2.043.411 | 2,0% | 2.947.889 | 5,1% | 1.210.888 | 2,4% | 1.447.568 | 4,8% |
| Acreedores | 23.182.807 | 14,2% | 8.812.831 | 8,7% | 6.138.750 | 10,7% | 16.107.725 | 32,5% | 12.238.772 | 40,4% |
| Otros pasivos corrientes | 13.260.122 | 8,1% | 5.516.988 | 5,5% | 10.190.067 | 17,8% | 4.465.218 | 9,0% | 2.285.680 | 7,5% |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 162.865.928 | 100% | 100.778.094 | 100% | 57.291.849 | 100,0% | 49.505.425 | 100% | 30.285.141 | 100,0% |

Cuentas de resultados de Gowex para el periodo 2009 - 2013 (datos en euros)

| | 31/12/2013 | % | 31/12/2012 | % | 31/12/2011 | % | 31/12/2010 | % | 31/12/2009 | % |
|--|-------------------|--------------|-------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| Ingresos explotación | 182.925.301 | 100% | 114.902.937 | 100% | 66.697.902 | 100% | 49.936.091 | 100% | 35.452.058 | 100% |
| Coste de ventas | 88.296.325 | 48,3% | 58.687.256 | 51,1% | 36.943.067 | 55,4% | 31.171.711 | 62,4% | 24.478.370 | 69,0% |
| Beneficio bruto | 94.628.976 | 51,7% | 55.648.246 | 48,4% | 29.747.752 | 44,6% | 18.764.380 | 37,6% | 10.973.688 | 31,0% |
| Otros gastos explotación | 55.759.403 | 30,5% | 9.524.923 | 8,3% | 20.243.748 | 30,4% | 12.508.266 | 25,0% | 7.390.105 | 20,8% |
| BAII (Resultado de explotación) | 38.869.573 | 21,2% | 21.812.954 | 19,0% | 9.504.004 | 14,2% | 6.256.114 | 12,5% | 3.583.583 | 10,1% |
| Ingresos financieros | 1.375.836 | 0,8% | 785.265 | 0,7% | 373.010 | 0,6% | 177.530 | 0,4% | 29.866 | 0,1% |
| Gastos financieros | 805.134 | 0,4% | 385.270 | 0,3% | 227.016 | 0,3% | 124.624 | 0,2% | 109.999 | 0,3% |
| BAI | 39.440.275 | 21,6% | 22.212.949 | 19,3% | 9.635.348 | 14,4% | 6.309.020 | 12,6% | 3.503.450 | 9,9% |
| Impuestos | 10.567.781 | 5,8% | 5.185.724 | 4,5% | 2.415.008 | 3,6% | 1.178.665 | 2,4% | 626.889 | 1,8% |
| Resultado neto | 28.872.494 | 15,8% | 17.027.255 | 14,8% | 7.220.339 | 10,8% | 5.130.355 | 10,3% | 2.876.561 | 8,1% |

Ratios de Gowex para el periodo 2010-2013

| | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Liquidez (Activo corriente / Pasivo corriente) | 2,50 | 4,90 | 1,89 | 1,66 |
| Pasivo / Activo | 0,41 | 0,31 | 0,38 | 0,53 |
| Rotación del activo (Ingresos / Activo) (x) | 1,49 | 1,36 | 1,80 | 2,48 |
| Cobertura de intereses (EBIT / Gastos financieros) (x) | 48,64 | 56,91 | 57,70 | 32,66 |
| Plazo de cobro (días) | 90 | 49 | 187 | 210 |
| Plazo de pago (días) | 46 | 28 | 116 | 124 |
| ROE (Beneficio neto / Patrimonio neto) (%) | 30,34 | 24,48 | 22,39 | 22,98 |
| ROA (Beneficio Neto/ Activo) (%) | 17,73 | 16,90 | 10,36 | 9,50 |
| EBITDA / Ingresos (%) | 28,49 | 24,87 | 15,66 | 13,03 |
| Flujo de caja / Resultado de explotación (%) | 23,03 | 20,71 | 13,40 | 11,03 |

Ratios de 2013 de Gowex comparados con Boingo (principal competidor)

| Bursátiles | Gowex | Boingo |
|--|--------------|---------------|
| PER (Cotización / Beneficio por acción) | 32,71 | Pérdidas |
| Cotización / Valor contable | 7,26 | 1,61 |
| Dividendos por acción | 0,014 | 0 |
| Liquidez | | |
| Liquidez (Activo corriente / Pasivo corriente) | 2,50 | 3,42 |
| Endeudamiento | | |
| Pasivo / Activo | 0,41 | 0,64 |
| Pasivo corriente / Pasivo total | 0,25 | 0,57 |
| Gestión de activos | | |
| Ingresos / Activo no corriente | 2,93 | 1,16 |
| Ingresos / Activo corriente | 1,82 | 0,90 |

Estado de flujos de efectivo de Gowex para el periodo 2010-2013

| | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|--|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES | 28.806.826 | 19.839.865 | 32.229 | 6.777.119 |
| Resultados antes de impuestos | 39.440.275 | 22.212.949 | 9.635.348 | 6.309.020 |
| Ajustes | 9.688.261 | 6.064.216 | 1.742.502 | 1.808.900 |
| Amortizaciones | 13.252.347 | 6.768.474 | 1.035.255 | 1.562.788 |
| Cambios en provisiones | 860.286 | 2.264.899 | 901.115 | 1.552.375 |
| Subvenciones | -302.202 | -535.644 | -272.445 | -254.679 |
| Deterioros de activos no corrientes | 1.026 | -785.265 | 0 | 0 |
| Deterioros de instrumentos financieros | 4.356 | 383.261 | 161 | 2.702 |
| Ingresos financieros | -1.375.836 | 2.009 | -29.644 | -177.530 |
| Ingresos financieros | 799.091 | 0 | 109.733 | 108.417 |
| Diferencias de cambio | 1.687 | -2.033.519 | 105 | 25 |
| Cambios de valor de instrumentos financieros | | -7.091.112 | 0 | 13.480 |
| Otros ingresos y gastos | -3.552.494 | 33.905 | 0 | -998678 |
| Cambios en el capital circulante | -14.117.493 | -8.164.485 | -1.810.430 | -834945 |
| Existencias | 9.472 | | | |
| Comercio y cuentas por cobrar | -29.923.870 | -38.847 | -2.187.776 | -6.763.820 |
| Otros activos corrientes | -9.268 | -93.009 | 0 | -2.000 |
| Acreedores y otras cuentas por pagar | 17.218.835 | -13.317 | 623.788 | 5.384.927 |
| Otros pasivos corrientes | 132.387 | | | |
| Otros activos y pasivos no corrientes | -1.545.050 | 1.184.641 | -246.442 | 545.948 |
| Otros flujo de caja de actividades operativas | -6.204.217 | -1.346.188 | -212.581 | -505.856 |
| Intereses pagados | 799.091 | -383.261 | -109.733 | -108.417 |
| Intereses recibidos | 1.375.836 | 785.265 | 29.539 | 177530 |
| Impuesto de Sociedades (pagos) | -6.727.369 | -2.030.384 | -1.132.387 | -274.404 |
| Otras cuentas por cobrar (pagos) | -53.593 | 282.192 | 0 | -300.565 |
| FLUJO DE CAJA DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN | 45.627.114 | -35.872.294 | -765.102 | -16.445.087 |
| Pagos de inversión | 49.463.221 | -37.872.179 | -784.907 | -16.445.087 |
| Compañías del grupo y asociadas | -514.389 | | | |

| | | | | |
|---|--------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Activos intangibles | -67.722 | -36.574 | -895.450 | -1.010.887 |
| Activos tangibles | -48.771.431 | -11.598.529 | -753.695 | -4.763.636 |
| Activos fijos financieros | -109.680 | -65.465 | -12.302 | -27.722 |
| Otros activos financieros | 0 | -26.171.611 | 876.540 | 10.642.842 |
| Cobros de desinversiones | 3.836.108 | 1.999.885 | 19.085 | 0 |
| Compañías del grupo y asociadas | 13.496 | | | |
| Activos tangibles fijos | 0 | 22.287.038 | 19.805 | 0 |
| Otros activos financieros | 3.822.611 | | | |
| FLUJO DE CAJA DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN | 111.182.232 | 17.921.976 | 1.899.254 | 8.362.431 |
| Cuentas por cobrar y por pagar por instrumentos de capital | -1.905.015 | 17.921.976 | 415.768 | 5.628.784 |
| Emisión de instrumentos de capital | 0 | 17.729.487 | 0 | 6.000.001 |
| Compra de instrumentos de capital propios | -2.151.341 | -760.309 | 0 | -477.956 |
| Subsidios, donaciones, y legados recibidos (reembolsados) | 246.327 | 952.797 | 415.768 | 106.739 |
| Cuentas por cobrar y por pagar por instrumentos de pasivo | 14.087.247 | 5.365.062 | 1.483.486 | 2.733.647 |
| Deudas con compañías de crédito | 13.997.405 | 3.734.081 | 1.152.409 | 1.841.191 |
| Otras deudas | 89.842 | 1.721.957 | 1.075.002 | 1.100.042 |
| Deudas con compañías de crédito | 0 | -90.976 | -258.652 | -109.210 |
| Deudas con compañías del grupo y compañías asociadas | | 0 | 0 | -98.377 |
| Otras deudas | | -1.000.000 | -485.273 | 0 |
| Pagos por dividendos | -2.000.000 | -1.000.000 | | |
| Incremento en tesorería (reducción) | -5.638.056 | 6.254.602 | 4.357.093 | -1.305.537 |
| Tesorería al principio del año | 9.225.666 | 2.971.057 | 1.111.739 | 5.468.831 |
| TESORERIA AL CIERRE DEL PERIODO | 3.587.610 | 9.225.666 | 5.468.831 | 4.163.294 |

PARTE B: Informe de Gotham City Research y colapso

“Las acciones de Gowex no valen nada”

Gotham City Research, 1 julio 2014

El 1 de Julio del 2014, Gotham City Research publicó el informe *Let's Gowex: a Pescanovan Charad* que revelaba toda la información que encontraron sospechosa acerca de Gowex. El nombre Gotham no es una mera coincidencia, pues es una empresa fundada por un empresario que fue víctima de estafas corporativas y, consecuentemente, creó esta empresa para defender, al igual que Batman, a las personas de dicho tipo de acciones. A continuación, se listan los hechos que se produjeron a partir de la publicación del informe de Gotham.

| | Sucesos tras haber revelado el informe de Gotham City (2014) |
|--------------------|---|
| 1 de julio | Se publica el informe de Gotham City Research, firma de análisis de inversión |
| 5 de julio | Jenaro García, tras negarlo en los días anteriores, acaba reconociendo que falsificó las cuentas de Gowex durante al menos los últimos 4 años. Reconoce que no tiene patrimonio a su nombre para responder a la presunta estafa |
| 6 de julio | Jenaro García pide perdón y renuncia a su puesto de Presidente. El Ayuntamiento de Madrid congela los acuerdos de Wi-Fi en el Metro que tenía con GOWEX. El MAB solicita información detallada sobre Gowex y E&Y |
| 7 de julio | Caen un 60% los precios de las acciones. Entre los perjudicados hay unos 5.000 inversores que invirtieron entre 10.000 y 15.000 euros en promedio |
| 9 de julio | Las mayores deudas son con Banco Sabadell, Deutsche Bank, Santander y Bankia |
| 10 de julio | El auditor José Antonio Díaz es imputado. Se hace público que anteriormente ya había sido sancionado por el ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) por incumplimiento de normas con sus clientes. La bolsa española reacciona con bajadas generalizadas importantes. Gowex entra en concurso de acreedores |
| 11 de julio | E&Y aclara que no auditaba la información, sino simplemente la hacía llegar al MAB |
| | Jenaro García es arrestado por la policía española |
| 14 de julio | Declaración ante el juez de Jenaro García. PWC anuncia que no auditará a Gowex, como lo tenían planeado |

| | |
|---------------------|--|
| 15 de julio | Se comprueba que la mayoría de contratos con clientes eran falsos y Jenaro García lo confirma |
| 21 de julio | Banco Santander declara haber perdido \$200,000 por haber invertido en Gowex |
| 25 de julio | La CNMV investiga a BME y su papel en Gowex |
| 27 de julio | El Juez interroga a un nuevo testimonio relacionado con el caso: una ex cajera de Carrefour que era la Jefa Administrativa en Gowex |
| 29 de julio | Jenaro García elude la prisión pagando 600,000 euros de fianza usando una cuenta en Luxemburgo. Los delitos por los que está imputado pueden suponerle 13 años de cárcel |
| | Su esposa, Directora de Relaciones con los Inversores de Gowex, declara que no sabía nada del asunto |
| 6 de agosto | Imputados dos directivos de Gowex: el Administrador y el Director Financiero |
| | El auditor de Gowex entra en prisión al no poder pagar la fianza de 200.000 euros |
| 11 de agosto | En los años anteriores Gowex desvió dinero hacia Costa Rica para la esposa del Presidente. Sólo en 2013 desvió más de 12 millones de euros |

Inconsistencias en contratos, clientes, ingresos, beneficios y otros datos clave

Según Gotham, el 90% de los ingresos de Gowex nunca existieron en realidad. En base a la información publicada por Gowex sus principales clientes son SeaSunTel, Panel Consulting, Line Informática, Fundación Red Sin Fronteras, Maat-G, Comcast, Tatacom, Vodacom, Intelligent Data y Jazz Telecom. La mayor parte de transacciones con dichas empresas eran falsas. Los mayores clientes (que generaban entre el 80% y 90% de los ingresos) en 2007 y 2008 estaban directamente vinculados al Director de Finanzas, Francisco Manuel Martínez Marugan y a otros accionistas (ver figura 7). SeaSunTel figura como el mayor cliente y proveedor de Gowex, pero en realidad dicha empresa era controlada, secretamente, por González Javier Martin (directivo de Gowex) por medio de una empresa pantalla llamada PJ Gris Inversiones. Adicionalmente, ninguna de las páginas web de los clientes funcionaba en el momento de las investigaciones de Gotham. Gowex declaraba que Telefónica era uno de sus mayores clientes. Sin embargo, la realidad era la contraria ya que era Gowex quien era cliente de Telefónica.

| | 2007 | 2008 |
|-----------------------------|---------------|---------------|
| SeaSunTel S.L | 54,70% | 47,40% |
| Panel Consulting S.L | 16,50% | 18,50% |
| Line Informatica S.L | 14,10% | 12,70% |
| Fundación Red Sin Fronteras | 1,50% | 0% |
| Total | 86,70% | 78,60% |

Fuente: Gotham (2014): *Let's Gowex: a Pescanovan Charade*.

Figura 7. Participación en las ventas de Gowex de clientes que eran empresas relacionadas.

Una gran parte de los acuerdos resultaron ser falsos. Por ejemplo, según Gowex uno de sus mayores mercados era China, lo cual es falso e incluso estaban vendiendo su sede en dicho país. Así mismo, la página web de Gowex en China no había sido modificada desde 2012 y su dominio estaba a la venta.

Gowex declaró que obtuvo ganancias de más de 100 millones provenientes de *roaming/offloading* e ingeniería en el 2013. Sin embargo, esto era falso dado que el proveedor de más de la mitad de la red de Gowex, Towers-tream, declaró tan solo 1 millón de ingresos. Arqiva es un competidor que trabaja en el Reino Unido con Wi-Fi gratuito y cuenta con 15.500 *hotspots*. En base a una evaluación de sus *hotspots* se puede establecer el valor real por acción de Gowex entre 0,13 euros y 0,81 euros, tal y como se refleja en la figura 8.

| | |
|---|-------------|
| Valor por <i>hotspot</i> | 1.657 euros |
| <i>Hotspots</i> de Gowex (contado en mapas) | 5.530 |
| <i>Hotspots</i> de Gowex (estimados por analistas) | 35.000 |
| Número de acciones de Gowex | 71.850.000 |
| Valor por acción de Gowex (Bajo) (5.530 x 1.657) / 71.850.000 | 0,13 euros |
| Valor por acción de gowex (Alto) (35.000 x 1.657) / 71.850.000 | 0,81 euros |

Fuente: Gotham (2014): *Let's Gowex: a Pescanovan Charade*.

Figura 7. Valoración de las acciones de Gowex usando el valor por *hotspot* de Arqiva.

Por otro lado, ni la división de ingeniería (pagada por las ciudades), ni los ingresos por publicidad (menos del 10% de lo que Gowex declara) ni el sector de *roaming* (máximo 10%) pueden proveer ingresos tan altos como los declarados por esta empresa. Los ingresos de ingeniería no son más del 10% de los 40 millones. Los ingresos provenientes de publicidad son menores al 10% de lo declarado. La creación de redes (*networking*) genera, en el mejor de los casos, el 10% del valor declarado. Consecuentemente, los ingresos reales de acuerdo a la información recogida son los que se estiman en la figura 9.

| | Ingresos según Gotham | Ingresos declarados por Gowex |
|-------------------------|-----------------------|-------------------------------|
| Telecom | 2,4 | 25,4 |
| Wireless | 5,75 | 157,2 |
| Ingresos totales | 8,15 | 182,6 |

Fuente: Gotham (2014): *Let's Gowex: a Pescanovan Charade*.

Figura 9. Estimación de ingresos de Gowex según Gotham (2014).

Uno de los factores que da credibilidad a una compañía es la empresa auditora. A pesar de que Gowex tenía una capitalización de 2.000 millones de euros, los honorarios de auditoría son extremadamente bajos (ver figura 10).

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| BOINGO | 1,80% | 1,86% | 1,57% |
| iPass | 0,67% | 0,84% | 0,97% |
| Ruckus | 0,50% | 0,84% | 0,48% |
| Gogo | 0,00% | 0,46% | 0,44% |
| Towerstream | 0,89% | 0,70% | n.a |
| Promedio | 0,77% | 0,94% | 0,87% |
| Gowex | 0,06% | 0,05% | 0,04% |

Fuente: Gotham (2014): *Let's Gowex: a Pescanovan Charade*.

Figura 10. Honorarios de auditoría en % de los ingresos de Gowex comparados con sus competidores.

Los honorarios declarados por el auditor estaban entre €30.000 y €40.000, lo cual tiene sentido si las ganancias reales fueran de un 10% de las que se declaraban.

Evolución de la cotización de las acciones de Gowex

En las figuras 11 a 13 se acompaña la evolución de las acciones de Gowex.

| | Dic 31 | Ene 31 | Feb 28 | Mar 31 | Abr 30 | May 31 | Jun 30 | Jul 3* |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gowex | 13,05 | 17,4 | 20,3 | 24,88 | 20,48 | 20,15 | 19,91 | 7,92 |
| Boingo | 6,41 | 6,05 | 5,81 | 6,77 | 6,6 | 6,82 | 6,83 | 7,06 |
| lpass | 1,57 | 1,71 | 1,55 | 1,65 | 1,62 | 1,29 | 1,2 | 1,4 |
| Towerstream | 2,96 | 2,84 | 2,64 | 2,35 | 1,85 | 1,94 | 1,94 | 1,97 |

*El 3 de Julio se suspendió la negociación de las acciones de Gowex.

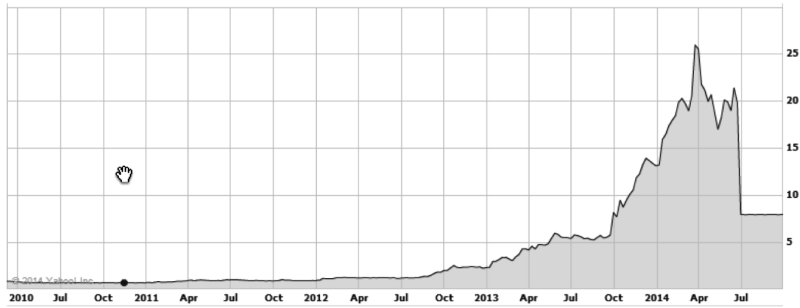
Fuente: <https://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=GOW.MC>.

Figura 11. Evolución del precio de las acciones de los competidores de Gowex desde finales de 2013 a 3 de julio de 2014.

| Fecha | Apertura | Alto | Bajo | Cierre | Volumen |
|--------------|----------|-------|-------|--------|-----------|
| Jun 30, 2014 | 19,86 | 20,00 | 19,30 | 19,91 | 65,000 |
| Jul 1, 2014 | 19,95 | 20,00 | 7,41 | 10,71 | 4,976,900 |
| Jul 2, 2014 | 10,19 | 10,98 | 5,71 | 7,92 | 7,107,700 |
| Jul 3, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |
| Jul 4, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |
| Jul 7, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |
| Jul 8, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |
| Jul 9, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |
| Jul 10, 2014 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 7,92 | 0,00 |

Fuente: <https://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=GOW.MC>.

Figura 12. Evolución del precio y volumen negociado de las acciones de Gowex del 30/06/2014 al 10/07/2014.



Fuente: <https://uk.finance.yahoo.com/echarts?s=GOW.MC>.

Figura 13. Evolución del precio de las acciones de Gowex de 2010 a julio de 2014 (cuando se tuvo conocimiento de los problemas de la compañía).

El precio por acción de Gowex disminuyó un 60% en un solo día, después de que el informe de Gotham City se hiciese público. A partir del 3 de Julio, la contratación de las acciones fue suspendida.

Pregunta Parte B

1. Señalar posibles indicios de que Gowex estaba manipulando sus cuentas.

Respuestas propuestas a las cuestiones planteadas

Parte A

1. Identificar fortalezas y debilidades de Gowex

| | Fortalezas | Debilidades |
|---|--|--|
| Aspectos estratégicos y operativos | <ul style="list-style-type: none"> - Sector con presente y futuro - Presencia internacional - Clientes importantes - Múltiples acuerdos con empresas y Administraciones Públicas - Ha recibido importantes premios a la innovación e internacionalización | <ul style="list-style-type: none"> - Entramado complejo de filiales |
| Finanzas | <ul style="list-style-type: none"> - Elevado patrimonio neto - Elevada liquidez - Crecimiento de ingresos y beneficios - Evolución positiva del precio de las acciones - Buena rentabilidad | <ul style="list-style-type: none"> - Filiales generan pérdidas - Plazo de cobro más elevado que el de pago - PER y Precio/Valor contable elevados |

2. Desde el punto de vista de una entidad de crédito, determinar si otorgaría un crédito a Gowex

Gowex está muy capitalizada y cuenta con buena liquidez. Además, su capacidad de generación de fondos y su rentabilidad es muy elevada. Por todo ello, parece que la empresa sería una buena candidata a obtener un préstamo.

3. ¿Recomendaría comprar acciones el 30 de junio de 2014, considerando que el precio era de 19,86€?

Su evolución es muy positiva (crecimiento, ventas, beneficio neto, ROE, ROA, etc.) y las expectativas para el futuro son prometedoras, por lo que podemos recomendar comprar acciones de Gowex. Sin embargo, algunos ratios (como el PER, por ejemplo) indican que el precio por acción ya puede ser muy alto, aunque podría estar justificado por las buenas expectativas de futuro. Teniendo en cuenta la opinión favorable de los analistas, no sería de extrañar que exista interés en comprar las acciones.

Parte B

1. Señalar posibles indicios de que Gowex estaba manipulando sus cuentas

Indicios cualitativos:

- Entramado societario complejo y filiales con pérdidas.
- Problemas en el auditor de cuentas.
- La esposa de Jenaro García era Directora de Relaciones con los Inversores y firmaba las cuentas anuales.

Indicios cuantitativos:

- Un primer análisis de las cuentas no permite detectar que los ingresos y los beneficios eran ficticios. Sin embargo, hay diferencias relevantes entre el Beneficio Neto y el Flujo de Caja de las Operaciones (en los años 2010, 2011 y 2013), lo cual es un posible indicio de manipulación de cuentas.
- Discrepancias con los ratios de los competidores.
- Si utilizamos un modelo de análisis discriminante¹ para identificar manipulaciones contables en los ejercicios 2009 y 2013 se obtiene lo siguiente:

1. Bladu, B.; Amat, O. y Cuzdriorean, D. (2014) Truthfulness in accounting: How to discriminate accounting manipulators from non-manipulators, UPF Working Paper, 1434. <http://www.econ.upf.edu/docs/papers/downloads/1434.pdf>

| | Gowex 2009 | Gowex 2013 | Promedio manipu- ladores | Promedio no mani- puladores |
|--|---------------|---------------|--------------------------------|-----------------------------------|
| Ratio de cuentas por cobrar (R1) $\frac{(\text{Clientes} / \text{Ventas})_t}{(\text{Clientes} / \text{Ventas})_{t-1}}$ | 0,68 | 1,80 | 1,39 | 1,34 |
| Ratio de existencias (R2) $\frac{(\text{Existencias} / \text{Coste Ventas})_t}{(\text{Existencias} / \text{Coste Ventas})_{t-1}}$ | 0,00 | 0,34 | 1,23 | 1,15 |
| Ratio de amortización (R3) $\frac{(\text{Amortización} / \text{Activo no corriente tangible})_t}{(\text{Amortización} / \text{Activo no corriente tangible})_{t-1}}$ | 7,38 | 6,46 | 1,03 | 1,08 |
| Ratio de apalancamiento (R4) $\frac{(\text{Pasivo} / \text{Activo})_t}{(\text{Pasivo} / \text{Activo})_{t-1}}$ | 0,95 | 1,34 | 1,10 | 1,00 |
| Modelo de detección de maillajes Vladu, Amat y Cuzdriorean²: $Z = -4,5 + (0,03 \times R1) + (0,15 \times R2) - (0,17 \times R3) + (4,23 \times R4)$ | -1,73 | 0,18 | 0,20 | -0,24 |

Los datos de 2009 indican que no era probable que las cuentas estuviesen manipuladas. En cambio, los datos de 2013 (excepto el índice de inventarios) son más parecidos a los de las empresas manipuladoras.