



FACULTAD DE ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES (ICAIDE)

LET'S GOWEX SA (GOWEX): BUSINESS CASE

Autor: Patricia Soler Antelo
Director: Javier Márquez Vigil

Madrid
Marzo, 2015

Patricia
Soler
Antelo

LET'S GOWEX SA (GOWEX): BUSINESS CASE



Resumen

El objetivo de este trabajo de investigación es predecir la quiebra cuando hay fraude empresarial, en concreto para el caso de la empresa Gowex. Para ello se ha procedido a aplicar diferentes métodos de análisis de solvencia, así como un estudio detallado de sus cuentas anuales. Para encajar el caso dentro de su contexto, también se ha realizado un estudio del papel de las demás instituciones relacionadas con ella.

Tras esto, se ha concluido que existían indicios sobre una situación inestable dentro de la empresa. El perfil de Gowex encajaba dentro de la tipología de fraude de estados financieros, y se ha demostrado como los datos de las ventas y la administración de los activos no se correspondía con una buena *praxis* empresarial. Esto se ha relacionado con la investigación abierta sobre el trabajo de la auditoría, la única imputada externa a Gowex.

Palabras clave:

Gowex, fraude contable, análisis financiero, análisis de insolvencia.

Abstract

The main objective of this investigation project is to predict bankruptcy when a company has suffered from fraud, and more in deep in the Gowex case. In order to achieve this, we have applied different financial distress analysis methodologies, as well as a detailed study of its financial statements. Moreover, to enhance the comprehension of the case, a research has been conducted to determine the role of the rest of the institutions related with the company.

The final results have concluded that Gowex has shown some indicators of an instable financial situation. Its profile has corresponded within the financial statement fraud typology, more specifically in the sales revenue data and the assets management has not corresponded with an adequate *praxis*. To close the investigation, we have related it to the open lawsuit made to the Gowex's audit firm, the unique charged by the Spanish Justice in the fraud case.

Keywords:

Gowex, accounting fraud, financial analysis, financial distress analysis.

Contenido

1. Introducción	1
Contextualización.....	1
Metodología	3
2. Revisión bibliográfica	5
2.1. El fraude: Tipos y componentes.....	5
2.2. Análisis de insolvencias como herramienta para analizar las cuentas....	8
Métodos de análisis de insolvencia	9
2.3. Instituciones relacionadas con el escándalo del fraude	13
Revisión de las cuentas anuales: Auditoría externa	13
La entrada a cotización en el MAB	14
Asesor registrado.....	16
3. Business Case.....	17
3.1. Gowex.....	17
Historia.....	17
Modelo de negocio de Gowex	21
3.2. Gotham City Research Llc	22
Let's Gowex: La Charada Pescanova (Gotham City Rearch Llc., 2014)	22
4. Análisis Business Case.....	25
4.1. El fraude en Gowex.....	25
4.2. Análisis de Estados Financieros	26
Balance de situación.....	26
Estado de cambios en el patrimonio neto	30
Cuenta de pérdida y ganancias	32
Estado de flujos de efectivo	34
4.3. Análisis Solvencia	38

Altman Z-score	38
Ratios de insolvencia	39
Valoración general	40
4.4. Impacto en las instituciones	40
La auditoría	40
Mercado Alternativo Bursátil	41
Asesor registrado	42
5. Conclusiones	43
Bibliografía	46
Anexos	48

Contenido Tablas

Figura I Relación de los principales modelos de estimación de insolvencia	9
Figura II Niveles de insolvencia según Altman z-score	11
Figura III Modelo de negocio de Gowex.....	17
Figura IV Datos salida a bolsa y ampliación de capital (euros)	19
Figura V Cotización Gowex.....	20
Figura VI Inversiones a l/p (euros)	27
Figura VII Principales cuentas del activo corriente: Clientes e inversiones a c/p (euros).....	27
Figura VIII Deudas de crédito y comerciales (euros).....	29
Figura IX Principales cuentas del patrimonio neto (euros)	30
Figura X Principales ingresos comerciales (euros)	32
Figura XI Desglose ventas gowex (euros).....	33
Figura XII Cuentas de deudores, acreedores e intereses (euros)	35
Figura XIII Inversiones (euros)	36
Figura XIV Amortización de la deuda (euros).....	37
Figura XV Datos obtenidos del análisis de ratios	39
Figura XVI Relación de ratios de la regresión lineal del modelo de Lazcano	48
Figura XVII Estado de flujos de tesorería (euros).....	49
Figura XVIII Estado de cambios en el patrimonio neto en 2012 (euros)	51
Figura XIX Estado de cambios en el patrimonio neto en 2011 (euros)	52
Figura XX Estado de cambios en el patrimonio neto en 2010 (euros)	53
Figura XXI Estado de cambios en el patrimonio neto en 2009 (euros)	54
Figura XXII Cuenta de pérdidas y ganancias (euros).....	55
Figura XXIII Balance de situación: Activo (euros)	57

Figura XXIV Balance de situación: Pasivo (euros)	58
Figura XXV Datos ratios (euros).....	60
Figura XXVI Datos ratios II (euros).....	60
Figura XXVII Cálculo ratios y modelo.....	60
Figura XXVIII Cálculo ratios	61
Figura XXIX Cálculo modelo	61

1. Introducción

El foco principal de esta investigación ha sido el análisis del fraude contable y la situación financiera de Gowex, dada la información pública que estaba disponible y se consideraba cierta hasta el conocimiento del escándalo. Desde una aproximación teórica, se responderá a cómo encaja dentro de las investigaciones sobre el hecho y tipología del fraude, con el objetivo de testar si el caso sigue los patrones convencionales. También basaremos el análisis desde el punto de vista de la solvencia de las cuentas, buscando detectar indicios a través de ella de una mala gestión de los recursos.

Contextualización

En los últimos años, debido a la crisis financiera y a la creciente presión sobre los resultados y actividades de las empresas, se ha observado un aumento de los casos de corrupción que han salido a la luz provocando una gran alarma en la sociedad. Según la encuesta de PriceWaterhouseCoopers (Pwc) sobre Fraudes y Delitos económicos del 2014, la percepción de los encuestados es que este aumento ha sido de un 7,4%. Esto se ve plasmado en que la corrupción y el fraude son actualmente la segunda mayor preocupación de los españoles según las encuestas del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) a Febrero de 2015. Por ello, han resurgido las corrientes críticas y partidarias de instalar mayor regulación y control para evitar que esta proliferación continúe. Al igual, se han analizado con lupa las actuaciones de todas las empresas, así como se ha puesto en tela de juicio sus cuentas anuales. Desde entidades financieras, a empresas tecnológicas, pasando por las empresas inmobiliarias en España, han visto como las autoridades y la sociedad ha puesto el foco de atención en ellas.

Debido a esta situación, se ha vuelto a investigar el campo de estudio de la solvencia de las empresas y su cálculo, como medio para predecir el fracaso empresarial. De la revisión de viejos clásicos, como el Altman Z-score, a complejos sistemas de redes neuronales, los ensayos académicos han tratado de comparar y mejorar estos métodos para aumentar su probabilidad de acierto y predicción. Al mismo tiempo, se han aplicado a casos específicos o a sectores al

completo, para traer estas investigaciones a la práctica. De ahí, la gran variedad de *business case* que podemos encontrar hoy en día, como por ejemplo, sobre el sistema financiero en Brasil o el caso Bankia.

Esta continua desconfianza en el mercado impactó en gran medida en la liquidez en los mercados. La primera consecuencia fue el cierre de líneas de crédito para muchas empresas, sobre todo del sector de PYMES. Por ello, tuvieron que recurrir a nuevas formas de financiación, más centradas en deuda privada o capital social que en deuda bancaria. Esto llevó a la segunda consecuencia que tuvo repercusión en España (ya que en otros países como Estados Unidos ya tenía más popularidad), que fue la creación de un mercado bursátil en 2009 (el MAB), diseñado para que las PYMES pudiesen disfrutar también de las ventajas de cotizar en él.

Este nuevo mercado atrajo a empresas españolas punteras, pero que no tenían el volumen suficiente para entrar en el mercado continuo convencional. Muchas empresas tecnológicas se acercaron al parque para buscar el apoyo de los inversores. Entre ellas figuró Gowex, una empresa que repartía por toda la geografía española e internacional wifi gratis. Se convirtió en uno de los valores más negociados de la nueva bolsa, que reportaba grandes niveles de facturación y que parecía ser el perfecto embajador de la marca España como motor de innovación y tecnología. Esta ilusión se disipó en Julio del 2014 cuando se destapó un fraude contable de, al menos, cuatro años (es decir, antes de su entrada en bolsa).

A pesar de que se trata de un caso reciente, que aún está bajo investigación judicial, se ha querido tomar este ejemplo de empresa muy expuesta al público, para relacionarla con el análisis de insolvencias y su capacidad para predecir una estructura mal gestionada o incongruente. La caída de Gowex supuso un duro golpe para la credibilidad del MAB, y supone un ejemplo muy cercano, del fraude y de cómo una institución como esta puede esquivar los controles existentes en la regulación. La clave de este trabajo estará en la relación del estudio en las cuentas anuales y análisis de solvencia con la capacidad de detectar “ruido” en las empresas que indique que se podría haber predicho esta situación.

Metodología

Como ya nos hemos referido anteriormente, el objeto de estudio en este trabajo de investigación será la empresa Let's Gowex SA (Gowex), focalizándose en los años comprendidos entre 2009 y 2012, que son de los que tenemos datos consolidados para todo el grupo. La metodología seguida en este trabajo de investigación se basa en tres puntos principales: la revisión bibliográfica sobre el tema, la presentación del caso concreto de la empresa Gowex y un análisis aplicado sobre si se puede predecir la quiebra cuando hay fraude empresarial.

Durante la fase de estudio, se ha tomado como primera referencia el marco teórico del hecho del fraude, para comprender por qué nace y los factores en los que se segrega. A partir de ahí, se ahondará en las especificaciones de cada caso, indagando su tipología y situaciones recurrentes que definan el perfil de las empresas que realizan estas prácticas. También repasaremos las principales teorías de solvencia utilizadas y la normativa y contextualización de aquellas instituciones que tuvieron actividad directa con Gowex. Para ello, se revisarán ensayos, artículos académicos y estudios que contribuyan a definir estas áreas. Aquí se hará un estudio reflexivo, mediante el que las transmitiremos al lector de manera didáctica y esquemática los resultados de la investigación teórica.

En cuanto a la presentación del caso, se recurrirá a la información disponible de la empresa en su página web y sus cuentas anuales, así como a los informes oficiales de demandas y judiciales, informes de auditoría y prensa económica entre otras fuentes. El objetivo es describir lo más completo y detallado posible aquellos aspectos relevantes y que impactan en cuestiones claves del posterior análisis. Por ello, esta parte será más de recopilación y observación, plasmando la información de la manera más objetiva posible.

Por último, se procederá a ejecutar un análisis inductivo de las cuentas anuales, centrándonos primero en las cuentas específicas para sacar patrones y comportamientos que puedan arrojar información. También aplicaremos los métodos de solvencia de los que hemos hablado, con un procedimiento más deductivo, para detectar posibles anomalías. En último lugar, haremos un ejercicio reflexivo sobre el papel de las principales instituciones implicadas en el caso.

Como hemos visto, en la parte práctica de este estudio, trabajaremos con las cuentas anuales e información financiera de Gowex tratando de detectar incongruencias en sus cuentas. Para ahondar en este punto, estableceremos una correlación entre su actividad durante los años 2009 y 2012, sus políticas y estrategias con su documentación. Al mismo tiempo, encajaremos esto dentro del marco normativo que hay para comenzar a cotizar en el mercado bursátil, y averiguar cómo esta empresa fue capaz de pasar los filtros y no llamar la atención de ninguna de las instituciones relacionadas. Por último, también nos centraremos en el informe de la empresa de análisis que destapó el fraude, Gotham City Research, para corroborar los datos y fuentes, y repasar los principios en los que basó dicho trabajo.

2. Revisión bibliográfica

Para poder realizar un estudio más exhaustivo de la empresa Gowex y del escándalo contable de la que ha sido objeto, comenzaremos revisando el concepto de fraude y sus componentes, al igual que la tipología. En segundo lugar, repasaremos el análisis de insolvencias, con los distintos métodos utilizados, para poder elegir aquellos que se adapten mejor a nuestro caso. Por último, revisaremos las instituciones relacionadas con el fraude: el papel de la Auditoría como herramienta para la revisión de las cuentas anuales, la regulación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el caso en concreto del Asesor Registrado. Con este esquema, se revisará la literatura sobre la que fundamentaremos el análisis de Gowex, así como el papel de diferentes organismos que debemos tener en cuenta ya que estuvieron expuestos a la repercusión del fraude. A partir de esto, aplicaremos estos elementos a Gowex, para comprender mejor su mecanismo de fraude y las claves que la llevaron a suspender el 3 de julio su cotización en el MAB y su posterior concurso de acreedores.

2.1. El fraude: Tipos y componentes

Según la definición del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) (ICAC, 2013), el fraude es un *acto intencionado realizado por una o más personas de la dirección, los responsables del gobierno de la entidad, los empleados o terceros, que conlleve la utilización del engaño con el fin de conseguir una ventaja injusta o ilegal*. Dentro de esta definición se enmarcan los recientes escándalos económicos y financieros, que aunque siempre han estado presentes, con la reciente crisis financiera y una mayor persecución por parte de las Administraciones Públicas, se han visto más en boca del público. El estudio realizado por PwC en 2014, donde se encuestó a trabajadores de una gran variedad de empresas españolas, delata que la percepción de haber sufrido un delito de estas características ha incrementado un 7,6% con respecto al mismo informe del 2011.

Pero no todos los fraudes responden a las mismas características, y para analizar mejor el caso de Gowex se expondrá una clasificación básica según la naturaleza del acto del fraude. Según la Asociación de Examinadores Certificados del Fraude (ACFE, según sus siglas en inglés), hay tres principales ramas dentro del fraude:

- **Corrupción:** Cuando, contrariando las obligaciones de su puesto de trabajo, se hace uso ilícito de su posición e influencia para obtener un beneficio propio.
- **Apropiación de activos:** Robo o uso irregular de los activos de la empresa. Para los encuestados del estudio de Pwc, un 75% considera que su organización ha sufrido por parte de algún otro integrante de la empresa este tipo de delito.
- **Falsificación de Estados Financieros:** Presentación de Cuentas Anuales que no reflejan a imagen fiel, la situación económico-financiera de la compañía. Este tipo de fraude está muy presente en empresas cotizadas en los mercados de valores españoles y representa un 20% de los casos. Esto está íntimamente ligado a la obligación de presentar cuentas públicas.

Si revisamos los fundamentos teóricos del fraude, hallamos el “Triángulo del fraude” (Cressey, 1950) como la principal aportación para comprender qué factores han llevado a un trabajador a cometer fraude en su empresa. En él, se exponen la presión, oportunidad y racionalización como los tres pilares básicos que lo conforman:

- Por un lado, la presión es el motivo o incentivo que utilizan los sujetos para justificar sus acciones, que se plasman en la empresa como una respuesta financiera (alteración de las cuentas anuales, sustracción de activos, etc.). Desde el punto de vista del sujeto, esta presión puede venir dada por el ego, el dinero o la situación de poder que proporciona.
- La oportunidad (percibida) es la creencia por parte del defraudador de que existe un ambiente que da la ocasión de cometer dichos actos sin que haya una sanción por ello. Esta característica puede venir dada por débiles controles internos, posiciones de poder, posibilidad de acuerdo para el encubrimiento, etc.

- Por último, la racionalización es el proceso en el que se justifica el fraude para la obtención de sus fines, que definimos antes como el factor “presión”.

Como podemos observar, esta teoría presenta aspectos muy subjetivos, y difícilmente analizables y cuantificables. Por ello, en estudios posteriores se ha propuesto el término integridad para sustituir a la racionalización (Dorminey et al., 2010). Por medio de los comportamientos éticos previos de un determinado sujeto (integridad) se podría determinar mejor la propensión a realizar prácticas de este tipo y evaluar su riesgo en la compañía. David T. Wolfe y Dana R. Germanson (2004) fueron un paso más allá y en su artículo *The Fraud Diamond* añadieron un cuarto aspecto: las capacidades. Con este nuevo elemento en juego, afirmaban que no sólo se cometía fraude cuando tenías motivos y ocasión para hacerlo, sino que también añadían la “pericia” o capacidad del sujeto para hacerlo. Estas capacidades fueron definidas como ego, facilidad para manejar estrés, acceso y conocimiento de los controles internos y contabilidad y poder dentro de la organización.

En términos más prácticos, observamos que no todos estos factores del fraude inciden de igual manera sobre el hecho. Según el estudio de Pwc, la oportunidad es el más identificable, ya que se da claramente en el 72% de los casos. Esto también lleva a la conclusión de que si los controles en las empresas se intensifican, se reducirá la facilidad con la que los posibles defraudadores puedan falsear las cuentas. Pero para que surja la oportunidad también se ha de conocer muy bien la estructura y los controles internos de la empresa, y de hecho, el perfil que más se repite es el de aquellas personas que llevan más de 10 años en ella (un 47,2%). En cuanto a las capacidades, este estudio también muestra que en el 61,1% de los casos, poseían conocimientos de licenciatura.

Si nos remitimos a informes de años anteriores, como el que hemos citado pero de 2009, también podemos relacionar la presión o motivos con el alcanzar una determinada retribución variable (un 50% de los casos), el mantenimiento de resultados económicos (50%), el alcance de objetivos (61,1%) y el rendimiento financiero de la alta dirección (44%). Debemos subrayar que aquí se pueden dar varios motivos a la vez.

Si nos centramos más en el estudio de las situaciones de fraude en Estados Financieros, observamos una tendencia a aparentar fortaleza o debilidad financiera (Badillo, 2008).

- Para el primer caso, se ha establecido un perfil tipo en el que el fraude en aquellas empresas cotizadas en la Bolsa con alta exposición al público (liquidez en el mercado) van a tender a sobrevalorar sus activos e infravalorar sus pasivos, con la motivación de obtener ganancias ilícitas en estas divergencias en la valoración en beneficio del defraudador.
- Cuando la empresas tenga reducida o nula (no cotiza) actividad en el mercado de valores, con fuerte carga fiscal y administración parecida a la de las empresas familiares. Para estas, se tenderá a aparentar debilidad financiera haciendo lo opuesto: infravalorar activos y sobrevalorar pasivos. De esta manera, se obtiene mayor beneficio con la evasión de impuestos.

2.2. Análisis de insolvencias como herramienta para analizar las cuentas

Según la ley Concursal 22/2003, insolvencia es aquel estado patrimonial en el que el deudor no puede cumplir regularmente las obligaciones con sus acreedores, y en caso de incurrir en ella, tiene obligación legal de notificarla y requerir un concurso de acreedores. Esta es la situación en la que se encontró Gowex el 14 de julio del 2014, días después de que se conociera el fraude contable en el que incurrió Jenaro García Martín, director general de la compañía. Debido a que las cuentas anuales habían sido falsificadas durante varios ejercicios, Gowex debería haber compensado aquellas cuentas fraudulentas con contraprestaciones u otros elementos que ocultasen el sobredimensionamiento. Esto lleva a que estas acciones tendrían un impacto sobre las cuentas de resultados y el balance, un análisis contable y financiero podría dejar entrever incoherencias en la actividad y acciones de la compañía.

Para ello, un análisis de insolvencia nos ayuda a entender si la empresa tiene una estructura de capital adecuada a su actividad y que permita la continuación del negocio (que es la vocación de toda empresa y uno de los principios sobre los

que se basa la contabilidad), así como evaluar la bondad de las decisiones crediticias tomadas. De acuerdo con este enfoque, debería de existir alguna incongruencia en las cuentas que previesen el concurso de acreedores, ya que la estructura de capital que no sería la óptima, y las acciones llevadas tampoco la encaminarían a ella.

Métodos de análisis de insolvencia

Son numerosos los estudios y los métodos para analizar la insolvencia de una empresa. En el artículo de investigación del profesor Espinosa (2013) se realiza una recopilación de los principales autores que investigaron sobre el análisis de insolvencia y la metodología empleada en sus estudios. En el siguiente cuadro se hace un breve resumen de los principales modelos recogidos en el cuadro, exponiendo sus fortalezas y debilidades, y en el que escogeremos varios para aplicar a nuestro caso.

FIGURA I RELACIÓN DE LOS PRINCIPALES MODELOS DE ESTIMACIÓN DE INSOLVENCIA

Año	Autor	Metodología utilizada
1966	Beaver	Análisis univariante
1968	Altman	Análisis discriminante múltiple
1972	Deakin	Análisis discriminante múltiple
1977	Altman, Haldeman y Narayanan	Análisis discriminante múltiple
1980	Ohlson	Análisis de regresión logística
1982	Taffler	Análisis discriminante múltiple
1984	Marais, Patell y Wolfson	Modelos de partición condicional
	Zmijewski	Análisis de regresión logística
1985	Zavgren	Análisis de probabilidad condicional
1987	Laffarga, Martín y Vasquez	Análisis discriminante múltiple
1987	Goudie	Análisis discriminante múltiple
1988	Dutta y Shekhar	Inteligencia artificial
1990	Odom y Sharda	Inteligencia artificial: Redes neuronales
1991	Platt y Platt	Análisis de regresión logística
1993	Theodossiou	Análisis discriminante vs. Suma acumulada
1997	Lizarraga	Análisis discriminante múltiple

Año	Autor	Metodología utilizada
1998	Ferrando y Blanco	Análisis discriminante y Logit
2006	Clavo-Flores, García y Madrid	Análisis de regresión logística
2009	Xu y chang	Análisis discriminante múltiple

Fuente: Espinosa (2013)

Análisis univariante

Como su propio nombre indica, se centra en el estudio de una sola variable o magnitud para predecir un caso de insolvencia. Beaver centró su estudio más en la demostración de la capacidad de las ratios en transmitir información relevante que en la propia solvencia de las compañías, pero sirvió de precedente para posteriores estudios en este campo. Sin embargo, por su excesiva simplicidad no será aplicada en este caso.

Análisis discriminante múltiple

Para esta técnica se utilizan métodos estadísticos en los que se identifican una serie de grupos y variables que permiten alcanzar una clasificación óptima. El objetivo es estudiar una combinación lineal de variables que permite “discriminar” o identificar a los diferentes grupos, en nuestro caso, la solvencia o no de las compañías.

- Altman Z-score (Altman, 1993)

Este modelo se utiliza para medir el riesgo de que una empresa entre en bancarrota, es decir, la probabilidad de quiebra. Para ello utiliza una serie de ponderaciones según importancia, ligados a cinco ratios que Altman encontró más significativos a la hora de medir la insolvencia de una compañía. Su fórmula matemática es la siguiente:

$$Z = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,42X4 + 0,998X5$$

Dónde:

$$X1 = \frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Activo total}}$$

$$X2 = \frac{\text{Retained earnings}}{\text{Activo total}}$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Activo total}}$$

$$X4 = \frac{\text{Cotización}}{\text{Valor en libros}}$$

$$X5 = \frac{\text{Ventas}}{\text{Total activos}}$$

Una vez obtenido el Z-score para la compañía que se está analizando, se establecieron unos parámetros según los cuáles se clasificaba el riesgo de la empresa.

FIGURA II NIVELES DE INSOLVENCIA SEGÚN ALTMAN Z-SCORE

Z-score	Consideración
Mayor de 2,675	La compañía es considerada como segura
Entre 2,675 y 1,81	En “alerta” o zona gris. Esta es un área donde se debe actuar con cautela
Entre 1,81 y 1,23	Probabilidad de quiebra financiera muy alta
Menor de 1,23	Quiebra financiera

Fuente: Adnan (2010)

- The ZETA ® Credit Risk Model
En los años posteriores a la publicación del *Z-score model* y su variante, Altman y otros autores continuaron el estudio del análisis de insolvencias y confeccionaron una segunda generación de este modelo: The ZETA ® Credit Risk Model. Con él, mejoraron algunas de las deficiencias que presentaba el primero, y aumentaron el tiempo de anticipación en el que el modelo predecía la insolvencia de las compañías, aumentando en un 20% los casos de predicciones exitosas a 5 años vista de la bancarrota con respecto al *Z-score model* (Altman, 2000). Este método, a pesar de que supone una actualización del primer modelo, no podrá ser utilizado en este estudio ya que es propiedad de Zeta Services Inc. (Hoboken, NJ), una empresa dedicada a este tipo de análisis.
- Ratios de insolvencia para empresas europeas no financieras
En la tesis de la información sobre solvencia contenida en las NIIF de Lazcano (2010), se realizó un estudio sobre las ratios más representativas

después de aplicar la normativa de las NIIF; en la que deben ser presentadas los estados financieros de las empresas que coticen en bolsa. En dicha tesis se realizó un completo análisis de todas las ratios utilizadas en la literatura económica para detectar la capacidad crediticia de las empresas, y se testó su capacidad de seguir prediciéndola bajo la nueva normativa de las NIIF que entró en vigor en 2005. El campo de estudio fueron empresas europeas no financieras que cotizaban en el índice Dow Jones ITRAXX Europe, pero que en el presente documento extrapolaremos también a nuestra empresa de estudio.

En la figura XVI del Anexo, se expone una relación de las ratios que resultaron relevantes tras esta tesis, con su consiguiente coeficiente para efectuar la regresión lineal.

Análisis de regresión logística o log it

Este método calcula la probabilidad de las opciones de una variable dicotómica (estado de solvencia o no) en función de los valores de unas variables dependientes (ratios).

Inteligencia artificial

La inteligencia artificial o técnicas no paramétricas son procedimientos estadísticos que no establecen tantas restricciones como los anteriores modelos. Por ejemplo, admiten más tipos de distribuciones de datos que la normal y variables nominales u ordinales. Debido a que es una técnica de gran complejidad, se utilizan programas informáticos que simulan estos modelos.

- **Redes neuronales:**

Como hemos dicho anteriormente, para esta técnica utilizan *programas de ordenador que permiten la resolución de problemas en los que la solución se modifica en función de los datos de entrada y de las soluciones de problemas previamente resueltos* (Lazcano, 2010). Debido a la complejidad teórica y a la falta de los recursos para llevar a cabo este estudio, las redes neuronales tampoco serán aplicadas a nuestro caso.

2.3. Instituciones relacionadas con el escándalo del fraude

Revisión de las cuentas anuales: Auditoría externa

Para una empresa de la envergadura de Gowex, con 114.335.502€ de venta anuales a fecha de 2012 y un crecimiento en ellas del 72% durante ese ejercicio, encontramos lógico que el control que las autoridades deben de tener sobre este agente es mayor, dada su importancia económica en el mercado. Esto se realiza por medio de las auditorías, que en este caso en concreto, deberán tener en cuenta que Gowex cotiza en un mercado bursátil, y como está formada por un grupo de empresas, presenta sus cuentas consolidadas. Para analizar el papel de la auditoría a continuación se recopilan y sintetizan algunos aspectos a tener en cuenta más adelante para su análisis, presentes en la ley.

Para comenzar, nos remitimos a la Ley de Auditoría de Cuentas del 1 de julio de 2011, que establece la voluntariedad de someterse a auditoría, así como varios supuestos bajo cuáles algunas empresas están obligadas a hacerlo si:

- Cotizan en un mercado bursátil
- Emiten obligaciones en oferta pública
- Se dedican a la intermediación financiera y asimilados
- Reciben subvenciones por un importe total superior a 600.000 euros
- Si superan:
 - Cuatro millones de euros en el total de los activos
 - Ocho millones de euros en la cifra anual de negocios
 - Cincuenta trabajadores de media empleados durante el ejercicio

En los supuestos de cuentas consolidadas, la ley establece una responsabilidad especial para el auditor de la empresa matriz del grupo: *“el auditor de cuentas que realice la auditoría de las cuentas anuales consolidadas (...) asume la plena responsabilidad del informe de auditoría emitido, aun cuando la auditoría de las cuentas anuales de las sociedades participadas haya sido realizada por otros auditores, y vendrá obligado a recabar la información necesaria (...)”*.

Como también hemos acotado nuestro estudio a las sociedades cotizadas en Bolsa, tomaremos de referencia la Norma técnica de auditoría para estos casos

que establece el ICAC. De esta manera podemos concretar la actividad específica así como los objetos por los que se hace responsable al auditor de la:

- Obtención de la información semestral de las cuentas anuales que por ley debe presentar la entidad
- Obtención del informe de auditoría del ejercicio anterior, y revisar con la información actualizada que los administradores proporcionan, el estado de las salvedades que en él se mencionaron (para comprobar si han sido resueltas, continúan existiendo o se han visto agravadas).
- Comprobación que la información que los administradores suministran alcanza para emitir el informe de auditoría
- Comprobación de que la información obtenida es veraz, a través de:
 - Verificación de asientos de ajustes del informe del ejercicio anterior
 - Contrastación de datos para eliminar incertidumbres
 - Etc.
- Aplicación de procedimientos analíticos para detectar aspectos de la contabilidad importantes que serían objeto de revisión para comprobar la veracidad de las cuentas
- Lectura de las actas y obtención de información de hechos relevantes ocurridos en las reuniones o juntas que puedan afectar a las salvedades u otros aspectos del anterior informe
- Velar por que la información suministrada por directivos atienda a principios y criterios contables establecidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a través de entrevistas, reuniones, etc.

La entrada a cotización en el MAB

Debido a que Gowex cotizaba en el mercado alternativo de la Bolsa de Madrid, a continuación expondremos de qué trata exactamente este mercado y cuáles son los requisitos necesarios para acceder a él, de modo que luego podamos analizar por qué se entiende que se no cumplía con los requisitos y cómo fue excluida de cotización.

El MAB está diseñado para que empresas de reducida capitalización puedan acceder al mercado de capitales para expandirse. Para ello, se rige por una regulación a medida, con costes y procesos de acorde a sus características.

Además de estas empresas, cotizan las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario) o las ECR (Entidades de Capital Riesgo). Para la constitución de este mercado se han tenido en cuenta los principios de suficiencia de información, de manera que se proporcione a los inversores información relevante y razonable para la toma de decisiones; y el de simplicidad, para marcar la diferencia con el mercado continuo y facilitar a empresas más pequeñas la entrada a bolsa.

A pesar de que el MAB se diseña para proporcionar a las PYMES más herramientas de financiación de manera sencilla, siguen existiendo una serie de requisitos que marcan la diferencia entre las empresas que cotizan y las que no. De esta manera se consigue un mayor control y seguridad para los inversores. Entre estos requisitos formales previos a la solicitud de entrada a este mercado, destacan:

- Debe estar constituida como sociedad anónima.
- Capital social desembolsado íntegramente.
- Sin restricciones a la transmisibilidad de acciones.
- Representación de accionistas mayoritarios a través de los consejeros dominicales.
- Dentro de los estatutos sociales:
 - Obligatoriedad de comunicación de participaciones significativas y pactos parasociales
 - Cláusula relativa a la solicitud de exclusión de cotización en el MAB, es decir, sobre el procedimiento para salir del mercado de valores
- Estados financieros elaborados y auditados según las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera) o el PGC (Plan General Contable Español).
- Estar desarrollando actividad, es decir, comercializando sus productos o servicios.

Asimismo, para entrar a cotizar en el MAB, se necesita el nombramiento de un Asesor Registrado (analizado en el siguiente epígrafe) y un contrato de liquidez suscrito con un intermediario financiero. Ambos servicios deben de ser contratados con empresas externas, que no se vean influidas por la sociedad que

entre a cotizar, para asegurar la máxima transparencia. Aunque estamos hablando de las condiciones para pedir la solicitud de entrada a cotización, estos dos instrumentos son de vital importancia para el desarrollo de las transacciones y operaciones que en el futuro tendrá la empresa en el mercado, por lo que deben de estar presentes durante todo el tiempo que esté dada de alta en el MAB.

El contrato de liquidez es un instrumento que se requiere para garantizar y propiciar la liquidez, frecuencia de contratación y reducir variaciones en el precio de cotización; papel que debe desempeñar un banco de inversión o una institución de crédito.

Asesor registrado

Como vimos en el punto anterior, el asesor registrado es uno de los agentes que intervienen en la actividad bursátil de una compañía. Son empresas de servicios profesionales que tienen experiencia en este ámbito, y que asesoran a sus clientes en la entrada a cotización y actividad normal en el mercado. Sus funciones se centran en comprobar que las compañías de nueva incorporación cumplen con los requisitos del MAB, revisan y ayudan con los requisitos de información para que sigan respetando las pautas que se marcan para los actores de este mercado e interceden por ellas ante el MAB para atender a preguntas y requerimientos sobre su actividad, cumplimiento, etc.

Como vemos en la definición y en sus funciones, el asesor registrado es un intermediario entre la empresa y el mercado, aportando experiencia y conocimiento de los procedimientos y requisitos de la actividad. Para complementar estas funciones, el MAB publicó una Guía de Buenas Prácticas, donde se añadían:

- Análisis en profundidad de la empresa, sector y competencia para comprobar la situación en la que se encuentra su cliente
- Comprobación de la viabilidad del Plan de Negocio (si utiliza hipótesis coherentes, si se estructura bien la financiación, etc.)

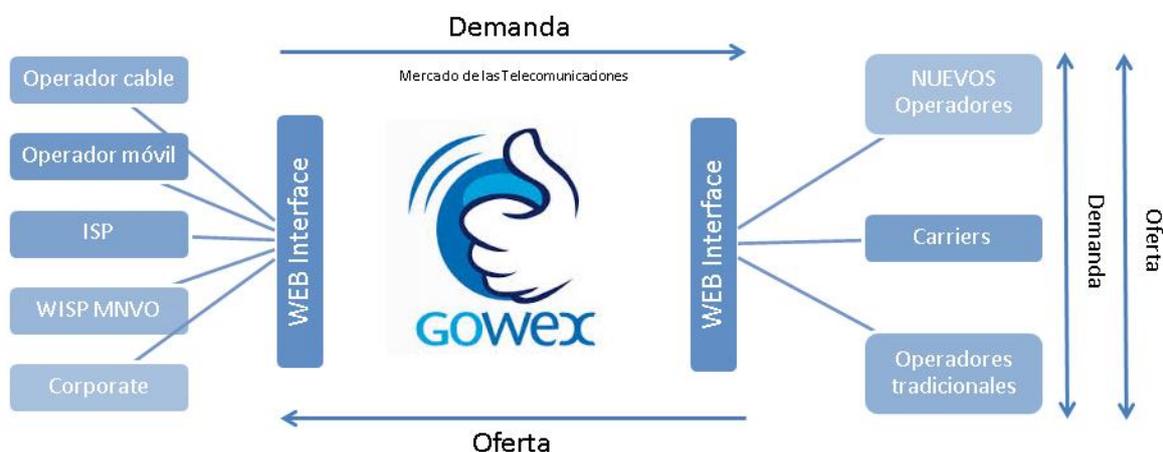
3. Business Case

3.1. Gowex

Historia

Las primeras andanzas de Gowex empiezan en 1999, cuando Jenaro García Martín constituyó IberX, una empresa que funcionaba como bolsa de telecomunicaciones. El negocio de IberX se basaba en establecer una plataforma B2B (Business to Business) para intercambiar productos de telecomunicaciones, como ancho de banda, redes privadas, etc. En el año 2000, comenzarán a entrar grandes clientes que potenciarán la bolsa. Según la información que aparece en los documentos oficiales de Gowex, en 2001 empiezan a invertir de manera más activa en desarrollo e innovación, defendiéndolo como la “pieza esencial de la estrategia de negocio para el crecimiento de la Compañía y su grupo”. En los siguientes años, IberX irá aumentando su cifra de ventas, hasta que en 2003 lleguen a un nivel de facturación de 2,7 millones de euros.

FIGURA III MODELO DE NEGOCIO DE GOWEX



Fuente: Let's Gowex S.A.

En 2004 se crea Redsinfronteras.org, una fundación que mediante acciones solidarias buscaba que los recursos de las telecomunicaciones llegaran a todas partes, incluyendo a zonas o grupos socialmente desfavorecidos. Actualmente el dominio ya no está activo, y la única fuente institucional sobre la fundación está en la página web de Gowex. En este momento, también entra en funcionamiento

la filial Iber WiFi Exchange S.L.U., otra plataforma de interconexión, pero en el ámbito de roaming de Wireless, que hiciese de punto en común para que empresas de este sector proporcionasen un servicio más completo y de mayor calidad a sus usuarios finales: compartiendo canales para mejorar la experiencia de usuarios que estuviesen fuera de la red de la empresa con la que habían contratado a través de la de otro negocio que sí tuviera cobertura.

Durante el siguiente año, se crea eMOV, una plataforma tecnológica española de comunicaciones inalámbricas, a petición de la industria del sector, y con el amparo de los Ministerios de Industria, Turismo y Comercio y de Educación y Ciencia, junto con el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI). Debido a que su actividad fue cobrando importancia en el sector, IberX entra a formar parte de esta plataforma y de eMOBILITY (actualmente Net!Works), su referente a nivel europeo.

Sus inicios en el sector de *roaming* se sitúan en 2007, con acuerdos con empresas de telecomunicaciones. Al mismo tiempo, se comienza a trabajar en una nueva fuente de ingresos para el *wireless*, que serán los anuncios “geolocalizados” o personalizados en función de la localización del servidor.

El 2008 fue el año en que se rebautizó a IberX como la compañía que hoy en día conocemos: Let's Gowex S.A. (Gowex), reorganizando las líneas de negocio y diferenciándolas entre Telecom Services (hasta ahora conocida como la bolsa de telecomunicaciones) y Wireless, o la plataforma de roaming y soluciones Wifi. En este momento empiezan las pretensiones para instalar las redes wifi en diferentes municipios españoles.

FIGURA IV DATOS SALIDA A BOLSA Y AMPLIACIÓN DE CAPITAL (EUROS)

	2010	2011	2012
N.º nuevas acciones	1.714.286,0	1.422.837,0	1.528.404,0
Prima emisión	5.914.286,7	6.744.247,4	17.576.646,0
Δ Capital social	85.714,3	71.141,9	76.420,2
Precio acción	3,5	4,79	11,6
Total Δ	6.000.001,0	6.815.389,2	17.653.066,2

Fuente: Elaboración propia

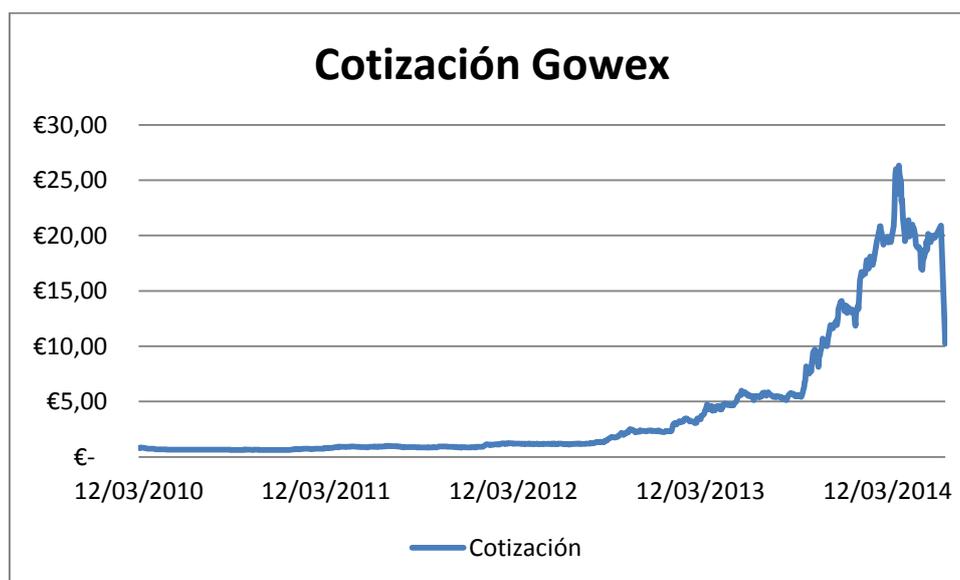
En 2010 Gowex preparó su gran salida al MAB. Las razones que se esgrimieron en febrero de 2010 (plasmadas en el folleto informativo preparado para el evento) para justificar su salida a bolsa son de dos tipos: económicos y de imagen. Por un lado, buscaban financiación para continuar con adquisiciones en el sector de las telecomunicaciones, buscando carteras de clientes y sinergias operativas en el sector de las redes inalámbricas; además de mayor liquidez para los accionistas e incentivos para sus clientes y personal (si sus valores entraban a cotizar conseguirían mayor fidelidad a la empresa). En cuanto a su imagen, la entrada en el MAB les daría mayor visibilidad y prestigio, ya que sus acciones entrarían a cotizar en un mercado regulado que ofrece mayor “transparencia” y “seguridad” a los inversores externos. Con esta acción, ganarían tanto atención como fondos para potenciar el negocio de Wireless, que es la principal prioridad del grupo en este momento. En esta OPV se emitieron 1.714.286 nuevas acciones, a un precio de 3,5 euros como nominal (lo que implica que se ofertaron con una prima de 3,45 euros). El importe total aumentó, con lo que el importe nominal total asciende a 6.000.001 euros. En este año también entró en el NYSE Euronext de París (homóloga de la Bolsa de Madrid), con la modalidad de *dual listing*, o cotización simultánea en dos mercados de valores, lo que añadiría mayor liquidez a sus acciones.

Para su primera ampliación de capital que tuvo lugar en el ejercicio siguiente, Gowex vuelve a apelar a los mismos motivos que sostuvo en la salida a bolsa, señalando ahora que los fondos recaudados servirán para la potenciación de su

idea de “Ciudades Wifi”, adquirir nuevas empresas, invertir en I+D... Para lograr esto, se emitieron 1.422.837 acciones de 71.141,85 euros de nuevo capital y una prima de 6.815.389,23 euros. Esto coincide con el período en el que Gowex comienza a implantar su Wifi gratis en las redes de transporte y cierra importantes acuerdos en Argentina y China. También suma su presencia en la Wireless Broadband Alliance (WBA), donde junto a Telefónica, representan al sector español de servicios Wifi en esta alianza para el desarrollo de redes y tecnologías de este ámbito.

Y poco más de un año después, Gowex protagonizó otra ampliación, donde sumó 17.653.066,2 euros a sus fondos propios (con capital social de 76.420,2 euros y prima), con 1.528.404 acciones de nueva circulación y una prima de 11,55 euros cada una. El siguiente gráfico muestra la cotización de Gowex mientras sus valores estuvieron activos en el MAB:

FIGURA V COTIZACIÓN GOWEX



Fuente: Elaboración propia

La tendencia de premios y nuevas “ciudades wifi” continuó en el 2014, embarcándose en proyecto como el wifi en Chicago o Dubai. Pero todo esto se vio truncado el 1 de julio, cuando Gotham City Research Llc publicó un informe en el que aseguraba que el precio por acción de Gowex era de 0€, hundiéndolo en bolsa por el temor de los inversores a que las acusaciones fueran ciertas. Cuatro días más tarde, se produce un comunicado por parte del Consejo de

Administración donde se afirma que Jenaro García ha reconocido que, al menos, las cuentas de los últimos cuatro años no reflejan su imagen fiel. A partir de ahí se sucedieron las apariciones ante el juez Pedraz, magistrado encargado de llevar la causa de Gowex, y a cuya cúpula directiva imputó por delitos societarios, como el falseamiento de cuentas y delitos relativos al mercado de los consumidores y uso de información relevante. Durante este proceso, una de las acusaciones particulares (la Asociación Europea de Inversores Profesionales ASINVER) solicitó al juez la imputación a mayores de Ernest & Young como asesores registrados de Gowex, y a la empresa encargada de gestionar los mercados bursátiles en España, pero no fueron admitidas a trámite.

Durante el proceso, se han detectado una serie de sociedades “pantalla” cuyos accionistas resultaron ser altos cargos de Gowex. Éstas se utilizaban como clientes, de manera que inflaran los ingresos por prestación de servicios. También se ha llegado a demostrar que, mientras que Gowex mantenía que tenía grandes clientes (y principales para sus resultados financieros) como Telefónica o Jazztel, quienes realmente “pagaban” por los servicios de Gowex eran estas empresas controladas desde dentro.

Modelo de negocio de Gowex

Según los estatutos de la sociedad, su objeto social era la prestación de servicios de telecomunicaciones, jurídicos y compra, venta y explotación de bienes inmuebles. Para ello, estructura sus líneas de negocio en:

- **GOWEX Telecom Services, Servicios de Telecomunicaciones B2B**

Descrita anteriormente como la Bolsa de telecomunicaciones.

- **GOWEX Wireless**

Esta es quizás, el área de negocio más conocida por el público, ya que es la que se encargaba de la parte del negocio más expuesta al consumidor final. Su foco principal era la prestación de servicios relacionadas con las telecomunicaciones inalámbricas. Se encargaba de la explotación y gestión de las plataformas de “Wireless” distribuidas en el transporte urbano, quioscos, etc. En estas redes, incluía publicidad y contenidos “geolocalizados” (que variaban según el punto desde donde la red se conectase) que constituían una fuente adicional de ingresos, ya que los

comerciantes locales pagaban por la distribución de sus anuncios en su zona. Al mismo tiempo, ofrecía un soporte técnico para la instalación y mantenimiento del Wireless y desarrollaba proyectos y servicios para conectar las redes de los municipios o provincias en los que operaba para desarrollar las llamadas “Wireless Smart Cities”.

3.2. Gotham City Research Llc

Gotham City Research Llc (Gotham) es una empresa de análisis financiero establecida en Nueva York, cuya principal actividad es la elaboración de informes sobre empresas que según ellos, serían potenciales sujetos de incorrectas valoraciones en el mercado. Una vez identificadas estas compañías, hacen un estudio financiero para concluir si están sobrevaloradas o infravaloradas. Una vez que obtienen un resultado, apuestan en el mercado en corto o largo, en función de hacia dónde se tuviese que corregir el precio de cotización. Por último, hacen público el informe y lo difunden por todos los medios posibles, para que con la nueva información disponible en el mercado, la valoración se ajuste y Gotham perciba los beneficios derivados de su posición en él. Su última actuación conocida ha sido el informe que elaboró sobre la empresa Gowex, destapando el fraude que llevaba años cometiendo (tal y como posteriormente reconocería su presidente).

Let's Gowex: La Charada Pescanova (Gotham City Research Llc., 2014)

Así tituló Gotham el informe financiero sobre Gowex, comparándola con el caso de fraude de Pescanova. En él y a través de 93 páginas, vuelcan el estudio de 8 meses en donde ellos aseguran han realizado investigaciones de campo, recopilación de la información difundida públicamente y entrevistas. En términos generales, utiliza muchas fuentes de periódicos y demás pseudoprensa online, lo que parece también haber influenciado su literatura, ya que suena a clave periodística. Una de las principales armas que utilizan para desacreditar a Gowex son las incongruencias constatadas que hay entre los datos oficiales de los *reportes* que se emiten por parte de la compañía, y la información que Jenaro García comunica en sus entrevistas y comparecencias. También subraya la falta de actualización de sus plataformas online y páginas internacionales.

Uno de los aspectos que más llaman la atención del informe es la afirmación que hacen sobre el precio por acción: en el título del trabajo, señalan que las acciones deberían valer 0,00 €. Al final del trabajo principal, se apunta otro valor para las acciones, por lo que suponemos que más que un dato extraído de sus estimaciones, es un recurso literario para captar la atención sobre el informe. Esta valoración se basa en la oferta presentada para una adquisición de una empresa muy similar, valorada en 23,4 millones de libras. De este total, y en función del número de “puntos wifi” (que toma como uno de los datos claves del sector) halla el precio de cada uno de ellos, y los multiplica por el número que creen que Gowex tiene. De ahí sale un precio por acción entre 0,13€ y 0,81€.

Otro análisis que establece es el de la ratio $\frac{\text{Ingresos}}{\text{N.º Empleados}}$. Aquí es donde empieza una tendencia que se ve en todos los datos que han extraído de Gowex, que es que siempre sus números se sitúan en niveles mucho mejores que los que muestran sus competidores. Esta ratio en los análisis de Gotham es más del doble que en sus rivales, lo que indica que necesita menos personal para generar esos beneficios. Además se añade una comparativa con otras empresas tecnológicas como Facebook o Microsoft, que tampoco se acercan a las ratios de Gowex.

En cuanto al auditor de Gowex, este es uno de los puntos del informe que parece más consistente, ya que resalta la pequeña remuneración que recibe por auditar a una empresa de su envergadura (comparada con el sector, los demás auditores del MAB, etc.), además de la pequeña estructura de la auditoría, y su falta de reputación y clientes que también estén cotizando en bolsa.

Haciendo referencia al folleto informativo que publicó para su entrada en el MAB, Gotham hace una investigación de sus clientes, proveedores y competidores. Encuentra que muchos de los que aparecen nombrados en estas listas están participados por accionistas de la propia Gowex, o que son clientes y proveedores al mismo tiempo. Es curioso el caso de un competidor (Ace-Asia) que en realidad fue adquirido por él en 2003. Uno por uno, va revisando cada uno de sus clientes, encontrando lagunas como las anteriores, y supuestos contratos con grandes compañías como Telefónica o Jazztel que no aparecen documentados.

Respecto a los antecedentes que han encontrado en el sector, ninguna de las compañías que trató de poner un modelo de negocio como este fue exitosa. Como apunte señala que no aparecen citados datos normalmente difundidos en el sector, y que sirven a los inversores como “termómetro” para valorar mejor la compañía relacionándola con su sector. Uno de los indicios que confirman la teoría de que sus datos están inflados es que comprobaron el funcionamiento de la publicidad geolocalizada, que según su informe, ni estaba personalizada según el lugar de conexión, ni en la interfaz se mostraba correctamente.

4. Análisis Business Case

4.1. El fraude en Gowex

Según las declaraciones de Jenaro García y sus allegados, Gowex reportó entre los años 2009 y 2014 estados financieros que no reflejaban la imagen fiel de la empresa. Como reflejamos en la revisión de la bibliografía, la falsificación de las cuentas anuales es muy común entre empresas cotizadas. Al igual, encaja en el perfil de fraude de sobrevaloración de activos. En este caso, se reportaban ingresos por prestación de servicios superiores a los facturados realmente, a través de empresas participadas por personas próximas a la cúpula directiva de Gowex y que no tenían actividad real. Estas empresas “eran” clientes de Gowex, que suponían los principales agentes de su cartera, y que contribuían a su alto crecimiento de ventas durante estos años

Para analizar la situación de la empresa y el perfil del defraudador, aplicamos los fundamentos teóricos del fraude para desglosarlo en: presión, oportunidad, integridad y capacidades. A pesar de que el perfil de Jenaro García dado en medios de comunicación y fuentes informativas de la red es subjetivo y poco riguroso, lo tomaremos por válido para poder aplicar este análisis con finalidad didáctica. El perfil profesional de Jenaro García es un tanto confuso en cuanto a fechas y puestos desempeñados, ya que difieren bastante dependiendo de la fuente que se tome como referencia, se solapan fechas entre ellas y se refieren a puestos ambiciosos que no acaban de ser confirmados por las supuestas empresas que lo contrataron. A partir de donde se define más su actividad es desde la creación de IberX. Como emprendedor, el principal motivo para establecer una start-up o empresa tecnológica de nueva creación no suele ser la situación de poder, ya que a pesar de que son conocidos los ejemplos de Facebook o Google, ese no suele ser el desarrollo normal de una compañía de este tipo. También, para cuando el fraude comenzó, Gowex aún no era una empresa conocida, por lo que el poder puede ser descartado como móvil del motivo. Por tanto, si nos ceñimos a los principales *drivers*, podemos atribuirlo a una mezcla de ego y dinero.

Debido al tipo de fraude y como se cometió, la oportunidad podría provenir de la posición de poder de Jenaro García como director general de Gowex, ya que tenía acceso a las cuentas y podía controlar las carteras de clientes y los contratos, y la posibilidad de acuerdo para el encubrimiento. Ya sea por la fuerte personalidad de García (como argumenta el director financiero, Francisco Martínez Marugán) o por pacto con sus allegados, los convenció para dirigir empresas fantasma que inflaran la cuenta de resultados de Gowex. En cuanto a la integridad de Jenaro García, su difuminado pasado arroja algunas sospechas sobre su fiabilidad. Por último, el director general de Gowex tendría capacidades suficientes para cometer el fraude, dado su recorrido por el mundo de la empresa y sus conocimientos de derecho. El fraude fue también posible gracias a la autoconfianza y ego que señalan muchos de los periodistas que le entrevistaron a lo largo de los años. Por citar un ejemplo, están las declaraciones del periodista Miguel Ángel Uriondo en su blog sobre el caso Gowex (Uriondo, 2014).

En resumen, el caso de Gowex es un ejemplo tipo de fraude de estados financieros en empresas cotizadas. De hecho, los años estimados en los que se cometió coinciden justo con la preparación para la campaña de salida a bolsa en el MAB y con sus años de actividad bursátil. Junto con eso, el perfil que se ha dado a conocer de su director general después de la estafa, parece corresponderse con las características contempladas en la teoría.

4.2. Análisis de Estados Financieros

Antes de proceder al análisis de insolvencias, vamos a analizar la estructura de la empresa y sus partidas más importantes de sus Estados Financieros, poniéndolos en relación con su sector y la evolución que se esperaría de una empresa como Gowex. Para esto recogemos los datos comprendidos entre 2009 y 2012.

Balance de situación

En el balance aparecen la relación de activos que la empresa posee, los pasivos contraídos, y el patrimonio neto. Su clasificación va de cuentas menos a más líquidos por la parte del activo, y los pasivos de menos a más exigibles (ver Figuras XXIII y XXIV en Anexos).

FIGURA VI INVERSIONES A L/P (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Inversiones financieras a largo plazo	414.155	348.690	58.619	27.887
Aumento	19%	495%	110%	

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

Entre los años 2010 y 2011 casi no hay variación del activo inmovilizado intangible, y se produce una importante inversión en esta partida en el 2012. Donde han sido más importantes las adquisiciones es en la cuenta de instalaciones técnicas y otro inmovilizado material, que se ha multiplicado por tres en tan solo dos años. Como habíamos comentado en el estado de flujos de efectivo, es muy probable que venga de adquisiciones de puntos wifi para la expansión. También el aumento ha sido considerable en las inversiones a largo plazo (o para mantener), que están constituidas por depósitos, acciones de Bankia, y participaciones en FDI INTERNET & MOBILE SL. Esta última empresa tiene especial interés dentro del caso del fraude, ya que se trata de un holding de proyectos empresariales en el ámbito de las redes inalámbricas e Internet, y tenía en su cartera una de las empresas “tapadera” utilizadas en la trama.

FIGURA VII PRINCIPALES CUENTAS DEL ACTIVO CORRIENTE: CLIENTES E INVERSIONES A C/P (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Cientes por ventas y prestación de servicios	12.261.971	7.413.825	23.419.452	20.181.178
Peso en el activo	12%	13%	47%	67%
Inversiones financieras a corto plazo	55.066.293	28.184.684	10.977.425	334.583
Peso en el activo	55%	49%	22%	1%

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la cuenta de clientes, Gowex consigue reducir esta cuenta en un tercio para 2011, lo que correspondiéndose con un aumento de ventas significa que ha conseguido reducir el período medio de cobro o aumentar las ventas al contado. Las inversiones financieras a corto plazo también han crecido en gran medida: pasan en 2009 de tan solo 334.583 euros a 55 millones en 2012, lo que supone más del 53% del total del activo. Con este dato, volvemos a remarcar que la naturaleza de la empresa no es financiera, y que no está dedicando sus recursos a su *core business*, por lo que surgen algunas dudas sobre su dirección estratégica y las acciones que llevan a cabo. Dentro de esta cuenta, encontramos que casi el 90% está invertido en depósitos a plazo en entidades de crédito, donde actualmente la remuneración por el capital no es muy alta (además de que no hay grandes ingresos por intereses en sus cuentas). Si suponemos que todos los ingresos financieros vienen exclusivamente de esta partida, encontramos que la rentabilidad es inferior al 1,5%. Si lo comparamos con los tipos de interés que se están ofreciendo para este tipo de productos financieros, vemos que oscilan entre el 2% y el 5% TAE¹. Esto nos indica que incluso dentro del mismo mercado están invirtiendo en depósitos poco competitivos.

Esta tendencia muestra una gran cantidad de recursos ociosos con un alto coste de oportunidad para los accionistas. En este caso, muy posiblemente se está obteniendo una retribución inferior con esas acciones de la que se tendría en caso de invertirlos en proyectos para el crecimiento y desarrollo de la compañía si se decidieran mantener esos activos en la compañía. La otra opción es que se podría remunerar mejor a sus accionistas si saben que esa parte del activo no reporta una gran rentabilidad.

¹ Fuente: <http://www.economiadigital.es/es/notices/2015/02/cinco-alternativas-a-los-poco-rentables-depositos-a-plazo-fijo-66385.php>

FIGURA VIII DEUDAS DE CRÉDITO Y COMERCIALES (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Deudas con entidades de crédito a l/p	4.572.334	2.074.879	2.977.082	890.505
Variación	120%	-30%	234%	
Deudas con entidades de crédito c/p	2.043.411	806.785	1.102.118	1.347.503
Variación	153%	-27%	-18%	
Proveedores	8.812.831	6.138.750	16.107.725	12.238.772

Fuente: Elaboración propia

De la composición y cambios del patrimonio neto se hablará en el estado de cambios de esta partida, por lo que nos limitaremos a hablar del pasivo no corriente y corriente. Dentro del primero podemos ver un progresivo aumento del nivel de deuda que en 2012 se va casi duplicado. Resalta como los grandes crecimientos en el pasivo vinieron a raíz del comienzo de cotización en el MAB. En cambio, el corriente los cambios son más irregulares: las deudas financieras tienden a crecer entre el 2009 y 2010, para luego disminuir en 2011 y aumentar (en el caso de la deuda con entidades de crédito) en el 2012. Aun así, la deuda total por préstamos asciende en 2012 a poco más de 5 millones y otros pasivos financieros a 7 millones, entre el corto y largo plazo. La mayoría del pasivo corriente está financiado por deudas sin coste (cerca del 80%), como son los proveedores y acreedores, por lo que hay un buen aprovechamiento de las líneas de financiación. Durante el año de la salida a bolsa, el endeudamiento a corto plazo supuso gran parte de la financiación de la empresa. A partir de ahí hay un recorte drástico para el 2011, con una posterior subida en el 2012, sin llegar a suponer la partida más importante del pasivo como en 2010.

Relacionándolo con el fraude, la salida a bolsa abrió las puertas a nuevos mercados de capital que permitieron entrar financiación en la empresa para mantener el fraude vivo, ya que con los beneficios que reportaban antes (hay que

fijarse en el cambio del resultado del ejercicio que se produce a partir del 2010) no daban para sostener el crecimiento que se vaticinaba. Al ganar visibilidad, las entidades de crédito creyeron que ofrecían un bajo riesgo por entrar en un mercado bursátil (en el que tienes que publicar mucha información interna) por lo que le concedieron mayores líneas de financiación para su negocio. Y aunque no supone la principal partida de financiación, suponen otra de las instituciones que se vieron afectadas por el fraude, y que a balance de 2013 ya suponían más de 21 millones de euros.

Estado de cambios en el patrimonio neto

Como el propio nombre indica, aquí se informa de las variaciones habidas en este grupo del balance de situación, ya sean por ajustes por cambios en criterios contables, ingresos y gastos reconocidos, o variaciones dentro de las cuentas del capital propio (ver Figuras XVIII, XIX, XX, XXI en Anexos).

FIGURA IX PRINCIPALES CUENTAS DEL PATRIMONIO NETO (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Capital Social	723.134	646.713	575.572	489.857
Prima de emisión	35.510.083	17.857.017	1.041.628	5.127.342
Reserva legal	129.342	115.734	98.591	98.591
Otras reservas	4.803.108	2.854.258	2.854.258	2.103.776
Pérdidas y ganancias	17.041.443	7.220.339	5.130.355	2.876.560
Subvenciones	760.851	536.305	807.054	988.917

Fuente: Elaboración propia

2012

En este estado aparece el aumento en el capital social y prima de emisión por la ampliación de capital del 2012. El resultado del ejercicio anterior se divide entre 1 millón como dividendos a los accionistas, y el resto a reservas de las sociedades. En términos generales, el total del patrimonio se ve casi duplicado, y se explica en

gran parte porque sólo las cuentas de capital social y prima aumentan un 99%. El resultado del año 2012 supone un 25% del total del patrimonio neto, y si lo ponemos en relación con el balance, llega a ser un 17% del total del pasivo. En conjunto, el patrimonio neto ha sufrido un gran aumento motivado principalmente por la ampliación de capital, y los altos resultados del ejercicio.

2011

Aquí observamos la primera ampliación del capital, que aumenta en poco más de un 12%, y una prima de emisión que aumenta un 30% el patrimonio neto con respecto a 2010. La mayoría del resultado del ejercicio anterior se vuelve a dedicar a reservas legales del grupo. En la cuenta de subvenciones, vemos que para el 2011 disminuyen en 270.750€ por una mayor aplicación efectiva a proyectos de I+D (que eran el objeto de esas ayudas) comparada con la cantidad recibida. Durante este año, el patrimonio neto aumenta en un 50%, debido otra vez a la ampliación de capital y los beneficios obtenidos.

2010

2010 es el año de la salida a bolsa de Gowex, por lo que el aumento del capital y su prima de emisión son fruto de ello. Esta última se ve duplicada por la alta valoración que se calculó para dicho evento. Estos resultados se repiten para la variación de los resultados del ejercicio, que pasan de ser casi 3 millones a poco más de 5 millones. Durante este año hay otra imputación (mayor que su recibo) de subvenciones a proyectos en Gowex, disminuyendo esta partida. En total, el patrimonio neto aumenta 10 millones, o lo que es lo mismo, un 80%.

2009

En 2009, Gowex era aún una compañía privada (no cotizada), que explica que no haya variaciones en el capital social (las acciones son más ilíquidas y su transmisibilidad es más difícil). Durante este ejercicio, se rompe la barrera del millón de euros de beneficio, y obtiene un resultado de 2.876.561€. En total, el patrimonio neto sube gracias al beneficio del 2009.

Si observamos todos los flujos de cambios de patrimonio neto, en 4 años Gowex ha cambiado de 9.498.062€ en fondos propios a 69.543.865€, lo que significa que

ha multiplicado por 6 esta parte del balance. Siguiendo la suposición del fraude que hicimos en el estado de flujos de efectivo, los incrementos reales serían las ampliaciones de capital, por provenir de los inversores, y las subvenciones estatales para I+D que recibía Gowex.

Cuenta de pérdida y ganancias

Este documento recoge los ingresos y gastos realizados durante el ejercicio, excepto aquellos que se imputen directamente al patrimonio neto. Las partidas se clasifican en función de la naturaleza dentro del negocio: hay una parte para aquellas operativas (o inherentes al negocio), otra para financieras y los impuestos. Estos movimientos dejan un beneficio neto que percibe la sociedad, y sobre el cual los accionistas decidirán en el siguiente ejercicio su aplicación (dividendos, reservas, cubrir pérdidas de ejercicios anteriores, etc.) [ver Figura XXII en Anexos].

FIGURA X PRINCIPALES INGRESOS COMERCIALES (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Prestación de servicios	114.335.859	66.690.819	49.640.556	34.866.560
Aumento	71%	34%	42%	

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

Los ingresos por prestación de servicios de Gowex tienen una alta tasa de crecimiento: en 2010 fue de 42%, en 2011 de 34% y en 2012 de 71%. Para comprobar la consistencia de este crecimiento y si tiene sentido dentro del sector, hemos accedido al informe económico del sector de telecomunicaciones elaborado por la CNMV en el 2012. En él, se recogen datos como los ingresos medios del sector. Si tomamos a Gowex como un mayorista en relación a su actividad como “bolsa de telecomunicaciones” o como proveedor de wifi, podemos observar que dichos ingresos descendieron de media un 6,3%. Dentro de los servicios que se contemplan en el estudio están la interconexión, transmisión de

datos, conexión ADSL entre otros, por lo que son fácilmente asimilables y atribuibles a la actividad de Gowex Telecom. Si por el contrario, tomamos sus servicios directos al cliente, es decir, por servicios finales, su actividad se encuadraría dentro de la banda ancha móvil (Gowex Wireless). En este cambio, las cifras presentan la tendencia opuesta al sector mayorista, ya que suponen el segmento que está más en alza, pero que ha crecido sólo un 29%.

FIGURA XI DESGLOSE VENTAS GOWEX (EUROS)

Sociedad	Actividad	Ventas 2012	Ventas 2011	Crecimiento
Let's Gowex S.A.	Gowex Telecom	23.419.959	20.168.528	16,12%
Gowex Wireless, S.L.U.	Gowex Wireless	90.718.280	46.519.157	95,01%
Resto sociedades		197.263	10.217	1830,73%
		114.335.502	66.697.902	71,42%

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

En este desglose de los ingresos, aparece como Gowex Telecom creció en un 16,12%, datos muy diferentes a los que se esperaban en el sector cuando todas las líneas de negocio estaban con decrementos. Por otro lado, Gowex Wireless casi dobló sus ingresos. A este hecho se le debe subrayar que el estudio está diseñado para el mercado en España y que Gowex tiene negocios internacionales. Por eso, si atendemos a un informe publicado en el Cisco por Stuart Taylor², se prevé que el tráfico de datos en dispositivos móviles aumentase un 78% para 2012 a nivel global. Este nuevo dato implica que Gowex está aumentando sus ingresos de wifi (o de datos para dispositivos móviles) a una tasa

² Fuente: http://www.cisco.com/c/en/us/solutions/collateral/service-provider/service-provider-wi-fi/white_paper_c11-728352.html

mayor de lo que lo hace el mercado a nivel internacional, lo que podría levantar sospechas sobre la consistencia de estos datos pensando en un posible fraude.

Los trabajos realizados por el grupo para su activo posiblemente procedan de los activos intangibles dados de alta por I+D, ya que en la memoria no se ofrece información adicional sobre esta partida y ya hemos documentado en otros apartados que se imputaban subvenciones a activos por este concepto. En cuanto a los aprovisionamientos, siguen la misma tendencia que el crecimiento de los ingresos: entre 2010 y 2011 el crecimiento es menor que en el año anterior pero para 2012 suben en casi un 60%. Por otro lado, los gastos de personal crecen a menor ritmo cada año, a pesar de que la empresa está en plena expansión y cerrando contratos en cada vez más países, como aparecen en las memorias de 2009 a 2012.

Los ingresos financieros crecen a mayor ritmo que los provenientes de prestaciones de servicios, aunque siguen suponiendo un parte muy pequeña del resultado neto (alrededor del 4% de media en los 4 años). En los años en los que la empresa cotiza en bolsa, los gastos son sensiblemente menores, aunque también crecientes. La cuenta de diferencias de cambios es algo más irregular, pero en términos generales presenta un aumento, lo que va acorde con la creciente exposición a los tipos de cambio por los nuevos contratos internacionales.

En conjunto, el crecimiento de ventas sigue un ritmo que no sigue las expectativas ni la tendencia del mercado, sino que parece batirlo y con diferencias bastante remarcables. Sobre el coste de ventas, no hay información suficiente como para explicar que no se mueva de acorde con el crecimiento de ventas: ni crece en la misma media, ni parece que guarde proporción con él. Tampoco hay información suficiente como para investigar la procedencia de los ingresos financieros y el porqué de la tendencia a crecer a un ritmo mayor que el de los ingresos por servicios prestados.

Estado de flujos de efectivo

En este documento se recogen las transacciones y cambios de los activos, indicando las entradas y salidas de efectivo que conllevan estas variaciones.

Estas cuentas están clasificadas en función de las actividades, y señalan la variación neta de cada cuenta durante el ejercicio (ver Figura XVII en Anexos).

FIGURA XII CUENTAS DE DEUDORES, ACREEDORES E INTERESES (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Deudores y otras cuentas a cobrar	(8.164.485)	12.444.737	(6.763.820)	(2.187.776)
Acreedores y otras cuentas a pagar	(93.009)	(11.261.431)	5.384.927	623.788
Neto intereses	402.004	145.994	69.113	(80.194)

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

En primer lugar, se ajusta el resultado del ejercicio para tener la cifra real de efectivo que ahí se ha producido. Es decir, se añaden aquellas cuentas que no han supuesto una salida real de caja, como las amortizaciones o los pagos pendientes, y las entradas no efectivas, como ventas que aún no se han cobrado, etc. Después de los ajustes pertinentes, tenemos una descripción de los cambios en el capital corriente. En él, aparece cómo la partida de deudores y otras cuentas a cobrar va aumentando progresivamente (con su consecuente menor entrada de efectivo), salvo en el año 2011, que consiguió reducir en más de 12 millones de euros. Por el lado pasivo, hasta el año de su salida a bolsa, Gowex tendía a aumentar su partida de acreedores, hasta que en 2011 tuvo que hacer un gran desembolso en esta cuenta, que vio reducido para el año siguiente. En cuanto a los intereses de préstamos, recibe más de los que tiene que pagar, por lo que mantiene un balance positivo para su empresa.

FIGURA XIII INVERSIONES (EUROS)

Pagos por inversiones	(37.872.179)	(27.724.980)	(6.917.815)	2.513.383
Inmovilizado intangible	(36.574)	(215.807)	(1.010.887)	895.450
Inmovilizado material	(11.598.529)	(10.011.844)	4.763.636	753.695
Inmovilizaciones financieras	(65.465)	(290.071)	(27.722)	(12.302)
Otros activos financieros	(26.171.611)	(17.207.258)	(10.642.842)	876.540

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

En los últimos años hay una fuerte inversión en inmovilizado, lo que concuerda con una época de expansión en una empresa que se dedica a prestar servicios con una infraestructura tecnológica. Lo que resalta en estos datos, es que las inversiones en bienes intangibles han ido decreciendo, y no suponen una parte importante, siendo menos de un 10% de estas en el total. En un sector tecnológico como este, las inversiones en patentes, derechos, concesiones, etc. suelen suponer un coste habitual (Hernández, 2012) y que en Gowex no tengan esta relevancia parece anómalo. Por ejemplo, en 2012 Google dedicó más de un 80% de su caja procedente de su actividad a nuevos centros de procesamiento de datos, servidores y equipamiento de red. Por otro lado, las inversiones en inmovilizado material vienen principalmente de la compra de instalaciones técnicas y equipos informáticos, que van más en concordancia con la dinámica del negocio y la expansión de las redes de wifi. Sin embargo, si analizamos cuál es el mayor objeto de inversiones, lo localizamos la partida de otros activos financieros. Si esta información la comparamos con el balance para buscar su origen, vemos que esto viene dado por una fuerte apuesta por las inversiones financieras a corto plazo. Mirando en conjunto toda la partida de inversiones, no parece razonable que se orienten hacia la adquisición de activos que no forman parte del *core business* de la empresa.

Los cobros y pagos por instrumentos de patrimonio se corresponden con su salida en bolsa en 2010 y sus dos ampliaciones de capital en 2011 y 2012. El hecho de que se haya acudido al mercado de capitales de manera tan seguida hace dudar

sobre la previsión de necesidades de fondos de la empresa. Tanto la salida a cotización como las ampliaciones son operaciones delicadas, en las que se debe difundir mucha información y en la que se invierten recursos y tiempo de la empresa y de los directivos para que sea exitosa. Como recordamos, puede haber cuatro opciones (de menos a mayor coste para los accionistas): los recursos internos de la compañía, como reservas u otros elementos del patrimonio neto; préstamos y créditos a través del sistema bancario; bonos corporativos y ampliaciones de capital.

FIGURA XIV AMORTIZACIÓN DE LA DEUDA (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Deuda con entidades de crédito	(90.976)	(1.306.728)	(109.210)	(258.652)

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

El hecho anterior no excluye, sin embargo, que también haya acudido a la deuda financiera, aunque en menor medida. El capital captado mediante ésta es, de media y desde que la compañía cotiza públicamente, tres veces inferior al obtenido con los instrumentos de patrimonio. En los últimos años no se están amortizando cantidades muy altas de esta deuda, y la de largo plazo es, de media, el doble que a corto plazo. El último pilar a través del cual Gowex obtiene capital son las subvenciones, donaciones y legados, cuya cantidad se ha visto disparada en el ejercicio de 2012.

Poniendo estas cifras en relación con el fraude, si suponemos que cerca del 90% de los ingresos obtenidos por Gowex eran ficticios³, el endeudamiento financiero de la compañía está muy por encima de sus posibilidades reales. De esta manera, Gowex ha dejado a proveedores de capital como Santander, con préstamos millonarios pendientes de cobro. Como actualmente la empresa se encuentra en concurso de acreedores, con muy poco capital real que aportar al

³ Como afirmaba Francisco Martínez Marugán, antiguo director financiero de Gowex, en su declaración ante el juez. Fuente: http://cincodias.com/cincodias/2014/08/05/empresas/1407254907_748346.html

proceso, los accionistas son los peor parados del reparto. En estas situaciones, los propietarios son los últimos en cobrar en caso de liquidación total, ya que los demás proveedores de capital tienen preferencia sobre ellos.

Por tanto, tenemos que el estado de flujos de efectivo arroja algunas sombras sobre la manera en que la empresa estaba siendo gestionada. Las inversiones no están enfocadas a las líneas de negocio de Gowex, si no que se apoyaban más en transacciones financieras. Por otro lado, la demanda de capital forma parte de las decisiones estratégicas de la compañía, que se elaboran (por lo menos) a 5 años vista, y que supone una de las decisiones corporativas más importantes. Por lo tanto, no parece seguir una buena planificación por la frecuencia con la que acude al mercado, lo que tiende a hacer pensar que las previsiones son cortoplacistas.

4.3. Análisis Solvencia

Altman Z-score

Para llevar a cabo los cálculos con este método, vamos a tomar en cuenta los datos entre los años 2010 y 2012 (por ser los años en los que hay registro de la cotización), a fecha de cierre del ejercicio.

Para el caso de Gowex, las rectas de regresión tomarán los siguientes valores⁴:

- Año 2010

$$0,717 * \frac{6.778.297}{49.505.425} + 0,847 * \frac{5.869.318}{49.505.425} + 3,107 * \frac{6.256.115}{49.505.425} + 0,42 * \frac{7.136.019}{635.141.059} + 0,998 * \frac{49.640.989}{49.505.425} = 2,17$$

- Año 2011

$$0,717 * \frac{-242.281}{57.291.849} + 0,847 * \frac{9.979.258}{57.291.849} + 3,107 * \frac{9.504.003}{57.291.849} + 0,42 * \frac{11.893.636}{635.141.059} + 0,998 * \frac{66.697.902}{57.291.849} = 1,96$$

⁴ El modelo calculado está en el Anexo en el apartado de Cálculo del *Altman Z-score Model*, figuras XXV, XXVI y XXVII

- Año 2012

$$0,717 * \frac{2.613.233}{100.778.094} + 0,847 * \frac{17.411.543,12}{100.778.094} + 3,107 * \frac{21.812.094}{100.778.094} + 0,42 * \frac{32.193.908}{69.538.616} + 0,998 * \frac{114.335.502}{100.778.094} = 1,72$$

Los valores del Altman Z-score que toman las rectas de regresión de estos años están todos por debajo del umbral de 2,675, lo que la excluye de la total solvencia. Se sitúa en la “zona de grises”, que nos puede indicar que no tiene la estructura óptima y no cierra la puerta a una futura suspensión de pagos si la situación se continúa. Esto quiere decir que durante estos años, este método de valoración de insolvencias ya vaticinaba que Gowex tenía una estructura de financiación que podría dar problemas. Llama la atención el fondo de maniobra negativo del año 2011, ya que se aleja bastante de los de 2010 y 2012. Posiblemente durante este año hubiese problemas con la liquidez y reestructurasen la deuda. También aparecen valores muy altos del *equity* en libros comparado con su capitalización, ya que la empresa acumuló mucha prima de emisión de sus ampliaciones de capital, al igual que reservas.

Ratios de insolvencia

Como en el método anterior, tomaremos los valores de este modelo para los años 2010, 2011 y 2012 ya que hemos tenido que calcular variaciones y por no tener datos disponibles de 2008 no los podemos realizar para 2009. En la siguiente tabla se resumen los datos finales al aplicar la lista de ratios citada en la revisión bibliográfica:

FIGURA XV DATOS OBTENIDOS DEL ANÁLISIS DE RATIOS⁵

	2012	2011	2010
Total	-22,98	-25,10	-27,13

⁵ El modelo calculado está en el Anexo en el apartado de Cálculo del modelo de Lazcano (2010), figuras XXVIII Y XXIX

Para la interpretación de estos resultados, tomamos como referencia el 0, cifra a partir de la cual establecemos riesgo de quiebra o no. Tal y como está diseñada la recta de regresión de este modelo, aquellas ratios que al aumentar señalan un menor riesgo de solvencia tienen un coeficiente negativo, y viceversa. Por ello, cuanto más negativo sea el dato obtenido en el total, mayor solvencia da este modelo a las cuentas anuales de las que se extrajeron los datos.

Valoración general

Los métodos de valoración de solvencia expuestos en este trabajo parecen mostrar resultados contradictorios, pero si los analizamos en profundidad, podemos discernir el por qué. Ambos modelos son válidos, pero las diferencias vienen dadas por el tipo de información que tienen en cuenta. En las ratios que forman el Altman Z-score se recogen datos más relacionados con el resultado y estructura operativa de la empresa, que según el análisis preliminar que llevamos a cabo de las cuentas anuales, es la que presenta más deficiencias. En cambio, en la regresión de los ratios de insolvencia del trabajo de Lazcano (2010), se utilizan datos más relacionados con la estructura financiera de la empresa. Así, se podría concluir que de manera general, Gowex no presentaría riesgo de quiebra financiera, pero existe una mala gestión de la explotación del negocio, que por sí solo, no permitiría mantener esa situación en el futuro.

4.4. Impacto en las instituciones

La auditoría

En el caso de Gowex, la auditora que tenían contratada era M&A Auditores, a la que se le abrió una investigación por parte del ICAC por indicios de malas praxis en sus auditorías a las cuentas anuales de la empresa. Dado que desde 2009 a 2013 los estados financieros fueron falseados por su presidente, Jenaro García, una de las principales sospechas cayeron sobre esta auditoría por su aparente relación directa con el fraude. Algunos de los argumentos sostenidos en contra de esta empresa de servicios profesionales fueron:

- Su escasa estructura para poder auditar a una compañía de la envergadura de Gowex, cuando la cartera de clientes había sido Pymes principalmente.
- No se registraron casos anteriores en los que otra empresa que cotizase hubiese contratado los servicios de M&A Auditores, por lo que no se les atribuye experiencia en este campo.
- Los auditores encargados ya fueron expedientados en 2010 en relación a su actividad con Gowex.
- Si nos fijamos en el volumen de facturación de Gowex, la tarifa que la auditoría le aplicaba por sus servicios era muy baja. Si comparamos esta situación con la de otras empresas en el MAB, encontramos que el ratio del pago a la auditoría sobre el nivel de ingresos por ventas es sensiblemente mayor.

Actualmente no hay ningún juicio final emitido por la investigación que el Ministerio de Economía y el ICAC tienen abierto contra M&A Auditores, y en los informes que en su día emitieron sobre las cuentas de Gowex. Por lo tanto, no hay información suficiente como para sentenciar si, en efecto, hubo una mala praxis por parte de los auditores, aunque existen indicios que están siendo valorados por la Audiencia Nacional.

Mercado Alternativo Bursátil

La creación del MAB en 2009 supuso la replicación de un modelo bursátil que ya estaba en funcionamiento en países como Estados Unidos o Inglaterra, y que siempre ha estado amenazada por la sombra del fraude. Por ejemplo, tenemos que se han realizado investigaciones a más empresas del MAB en los últimos años por sospechas sobre las cuentas, como en el caso de Carbures o el de Zinkia. Para evitar esto, se estableció una regulación y se delegó en instituciones como las auditorías, los asesores registrados, etc. para asegurar su cumplimiento. Por esta razón, nunca se ha llegado a imputar a los administradores de este mercado, sino que los esfuerzos de la CNMV por analizar las negligencias en el caso de Gowex se han centrado más en estos segundo agentes que tenían relación más directa con el caso.

Asesor registrado

Como en el caso de la auditoría, una vez descubierto el fraude la atención también se localizó en el asesor registrado, por ser el agente que monitorizaba la actividad de Gowex en la bolsa, y asesoraba a la empresa en esta materia. Pero debido a que el fraude se cometió en las cuentas anuales de la compañía, se ha desestimado su implicación en el fraude por la vía judicial, ya que revisar esas cuentas no es competencia del asesor, sino de la auditoría. Aun así, Bolsas y Mercados Españoles (BME), el operador matriz de los mercados bursátiles en España, hizo un llamamiento al MAB y las instituciones relacionadas con él para que aumentasen la rigurosidad de su trabajo, recordando el manual de buenas prácticas del que hablamos en la revisión bibliográfica.

5. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos repasado una de las principales teorías sobre el fraude, como es el Triángulo del fraude, y sus posteriores complementaciones, como la evolución al Diamante del fraude y la consideración del concepto de integridad en lugar de la racionalización. Así, llegamos al desarrollo para el caso de Gowex en el que analizamos a su director, Jenaro García dentro de este enfoque:

- Presión: Los motivos aparentes para cometer fraude pudieron ser el ego y el dinero.
- Oportunidad: Tenía el poder, el carisma y los medios.
- Integridad: La veracidad en sus declaraciones sobre su pasado no está clara.
- Capacidad: Poseía suficientes conocimientos y experiencia en empresa como para cometerlo.

A continuación, conseguimos definir el caso de Gowex como un fraude por falsificación de estados financieros, en el que se produjo una sobrevaloración de los activos al reportar un beneficio (y ventas) mucho mayores a los reales. Esto es, se utilizaron empresas “pantalla” para engrosar los ingresos por prestaciones de servicios, por lo que se provocó un mayor valor del activo sin existir una contraprestación real.

En el análisis de modelos de solvencia se ha repasado la literatura que versa sobre este tema desde el análisis univariante al de inteligencia artificial, y hemos determinado que para este trabajo, utilizaríamos el análisis discriminante múltiple. Dentro de éste, escogemos dos modelos que han testado una serie de variables que creen significativas, con su correspondiente regresión lineal. Al aplicarlas, se han encontrado discrepancias en los resultados, debido a la naturaleza de los datos que aplican en cada modelo. Por un lado, la valoración que Altman Z-score propone para Gowex es un alto riesgo de quiebra, ya que tiene en cuenta criterios relativos a la explotación (cuya administración resulta ser deficiente). En cambio, el modelo de ratios elaborado por Lazcano (2010), se recogen más datos de tipo

financiero, que en la práctica es el elemento que balancea la estructura de capital de la empresa, y que la hace solvente para este tipo de análisis.

Para tener una perspectiva más completa de las cuentas anuales, también se realizó un estudio comprensivo, cuyos principales resultados se recogen a continuación:

- Se efectuaba una inversión excesiva en *non-core assets*: se aumentaban las inversiones financieras a un ritmo excesivo (mayor que el de activos ligados a la explotación), desviando el capital de las inversiones productivas. Además, las inversiones realizadas proporcionan un rendimiento más bajo de lo normal, porque tampoco están optimizadas. Comparada con otras empresas tecnológicas, la inversión productiva es muy baja.
- Planificación cortoplacista de las necesidades de capital: se produjeron dos ampliaciones de capital en el plazo de dos años para ganar envergadura. Esto no concuerda con la proyección que se debería de hacer, teniendo en cuenta que se trata de una decisión estratégica muy importante para la compañía.
- El crecimiento del patrimonio estaba motivado por las primas de emisión: la alta cotización en el mercado propició una alta prima, que ayudó a que el patrimonio y todo el pasivo aumentasen hasta casi doblarse.
- El crecimiento de los ingresos por prestación de servicios son anómalos: son mucho superiores a las de sus competidores, e incluso al ritmo esperado de crecimiento de los consumidores del mercado. Debido a que las inversiones productivas son muy bajas, se extrae que el rendimiento obtenido de los activos que posee aumenta cada vez más. Aun así, esta tendencia no es sostenible en el tiempo, ya que no se puede aumentar la rentabilidad extraída de manera constante.
- Gran parte del corto plazo se financia sin coste: hay una importante proporción de activo corriente que está financiado por acreedores y proveedores, lo que supone que no tienen un coste financiero, al no devengar intereses.

- A partir del MAB, también subió en gran medida la deuda financiera: desde 2010, año de la entrada a cotización de Gowex, se amplió a mayor ritmo la deuda crediticia.

Por último, y ya que el fraude de Gowex tuvo un gran impacto en todos los agentes que le rodeaban, hemos analizado la situación de estas instituciones. Identificamos principalmente a la Auditoría, el mercado bursátil en el que cotizaba y el Asesor Registrado. Después de haber repasado sus prácticas empresariales, competencias, legislación relativa y responsabilidades, aplicamos el caso a M&A, el MAB y a EY (Ernst & Young). Encontramos que hay indicios de mala praxis en el caso de M&A Auditores, aunque el juicio final depende de la Audiencia Nacional. En los casos restantes, como el fraude se ha limitado a las cuentas anuales, que debían ser controladas por los auditores, se les ha eximido de culpa. En el caso del MAB, porque es una mera plataforma para controlar el mercado, que ha delegado en otros agentes para la función de control individualizado de las empresas. Y si nos centramos en EY, entre sus cometidos no figura la revisión de las cuentas anuales, sino la prestación de servicios para facilitar a las empresas su funcionamiento en el MAB, al igual que velar por que cumplan los requisitos.

Bibliografía

Adnan, H., & Arisudhana, D. (2010). Analisis Kebangkrutan Model Altman Z-Score dan Springate pada Perusahaan Industri Property. *Universitas Budi Luhur*.

Altman, E. (1993). *Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy* (2nd Ed.). New York: John Wiley & Sons.

Altman, E. I. (2000). Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models. Stern School of Business, New York University, 9-12.

Badillo, J. (2008). Auditoría Forense/Más que una especialidad profesional una misión: prevenir y detectar el fraude financiero.

Cressey, D. R. (1950). The criminal violation of financial trust. *American Sociological Review*, 738-743.

Dorminey, J. W., Fleming, A. S., Kranacher, M., & Riley, R. A. (2010). Beyond the fraud triangle. *The CPA Journal*, 80(7), 17-23.

Espinosa, F. R. (2013). Alcances y limitaciones de los modelos de capacidad predictiva en el análisis del fracaso empresarial. *Revista Ad-Minister*.

Gotham City Rearch Llc. (2014). *Web corporativa*. Recuperado en Febrero de 2015, de <http://gothamcityresearch.com/>

Hernández, A. (21 de Mayo de 2012). *Economía y estrategia digital*. Recuperado el 20 de Febrero de 2015, de Transformación digital de la economía y las empresas: <http://finanzasparaebusiness.com/2012/05/21/capex/>

ICAC. (2013). *Norma Internacional de Auditoría 240: Responsabilidades del auditor en la auditoría de estados financieros con respecto al fraude*.

Jefatura del Estado. (10 de Julio de 2003). *Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*. Recuperado en Febrero de 2015, de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13813>

Jefatura del Estado (1 de Julio de 2011). Texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas. Recuperado en Febrero de 2015, de <http://www.boe.es/boe/dias/2011/07/02/pdfs/BOE-A-2011-11345.pdf>

Lazcano Benito, L. (2010). *La información sobre la solvencia contenida en las normas internacionales de información financiera: una aproximación empírica a las empresas europeas no financieras del índice Dow Jones ITRAXX Europe durante el período 2004-2007*

Let's Gowex SA. (2014). *Web corporativa*. Recuperado el 2015, de <http://www.gowex.com/>

PriceWaterhouseCoopers. (2014). *Encuesta sobre fraude y delito económico 2014*.

Uriondo, M. Á. (04 de 07 de 2014). *Blog de Miguel Ángel Uriondo*, [on line]. Recuperado el 18 de Febrero de 2015, de Blogs Expansión.com: <http://www.expansion.com/blogs/uriondo/2014/07/04/gowex-ha-mentido.html>

Wolfe, D. T., & Hermanson, D. R. (2004). The fraud diamond: Considering the four elements of fraud.

Anexos

FIGURA XVI RELACIÓN DE RATIOS DE LA REGRESIÓN LINEAL DEL MODELO DE LAZCANO

Ratio		Coefficiente	Categoría
R1	$\frac{\text{Beneficio antes de impuestos}}{\text{Activo}}$	-21,06	Rentabilidad
R2	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Pasivo}}$	20,30	Endeudamiento
R3	$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	-18,47	Solvencia l/p
R4	$\frac{\text{Cash flow de explotación}}{\text{Pasivo}}$	-10,29	Cash-flow de explotación
R5	$\frac{\text{Beneficio antes de impuestos}}{\text{Pasivo}}$	8,53	Rentabilidad
R6	$\frac{\text{Cash flow de explotación}}{\text{Pasivo no corriente}}$	4,11	Cash flow de explotación
R7	$\frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Activo}}$	-3,70	Rentabilidad
R8	$\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Activo}}$	1,83	Endeudamiento
R9	$\frac{\text{Cash flow de explotación}}{\text{Pasivo Corriente}}$	1,68	Cash flow de explotación
R10	$\frac{\text{Resultado neto}}{\text{Patrimonio neto}}$	1,07	Rentabilidad
R11	$\frac{\text{Inmovilizado neto}}{\text{Pasivo No Corriente}}$	-0,85	Solvencia l/p
R12	$\frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,76	Solvencia c/p
R13	$\frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Pasivo no corriente}}$	-0,63	Solvencia c/p
R14	$\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$	-0,59	Solvencia l/p
R15	$\frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	-0,44	Solvencia l/p
R16	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$	-0,43	Solvencia c/p
R17	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo medio}}$	0,33	Actividad
R18	$\frac{\text{Cashflow de expl.} + \text{intereses} + \text{impuestos}}{\text{Intereses}}$	-0,03	Cash-flow de explotación
R19	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses}}$	0,02	Dinámico
R20	Rotación de proveedores	0,01	Actividad
R21	Rotación de clientes	-0,003	Actividad

Fuente: Lazcano, 2010

FIGURA XVII ESTADO DE FLUJOS DE TESORERÍA (EUROS)

	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	19.839.864	17.925.703	6.777.119	3.222.940
Resultado del ejercicio antes de impuestos	22.212.949	9.635.348	6.309.020	3.503.450
Ajustes del Resultado	6.064.215	5.736.026	1.808.900	1.742.501
Amortización del inmovilizado	6.768.474	3.418.698	1.562.788	1.035.255
Variación de provisiones	2.264.899	3.594.313	1.552.375	901.115
Imputación de subvenciones	(535.644)	(478.687)	(254.679)	(272.445)
Resultados por bajas y enajenación de inmovilizado	0	0	0	(1.779)
Resultados por bajas y enajenación de instrumentos financieros	0	0	2.702	161
Ingresos financieros	(785.265)	(373.010)	(177.530)	(29.644)
Gastos financieros	383.261	227.016	108.417	109.733
Diferencias de cambio	2.009	2.866	25	105
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	11.784	13.480	0
Otros ingresos y gastos	(2.033.519)	(666.954)	(998.678)	0
Cambios en el capital corriente	(7.091.112)	2.537.757	(834.945)	(1.810.430)
Existencias	33.905	(53.260)		
Deudores y otras cuentas a cobrar	(8.164.485)	12.444.737	(6.763.820)	(2.187.776)
Otros activos corrientes	(38.847)	(32.441)	(2.000)	
Acreedores y otras cuentas a pagar	(93.009)	(11.261.431)	5.384.927	623.788
Otros pasivos corrientes	(13.317)	32.850		
Otros activos y pasivos no corrientes	1.184.641	1.407.302	545.948	(246.442)
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(1.346.188)	16.572	(505.856)	(212.581)
Pago de intereses	(383.261)	(227.016)	(108.417)	(109.733)
Cobro de intereses	785.265	373.010	177.530	29.539
Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficio	(2.030.384)	(119.197)	(274.404)	(132.387)
Otros cobros (pagos)	282.192	(10.225)	(300.565)	0

FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(35.872.293)	(27.724.980)	(16.445.087)	(765.102)
Pagos por inversiones	(37.872.179)	(27.724.980)	(6.917.815)	2.513.383
Inmovilizado intangible	(36.574)	(215.807)	(1.010.887)	895.450
Inmovilizado material	(11.598.529)	(10.011.844)	4.763.636	753.695
Inmovilizaciones financieras	(65.465)	(290.071)	(27.722)	(12.302)
Otros activos financieros	(26.171.611)	(17.207.258)	(10.642.842)	876.540
Cobros por desinversiones	1.999.886			19.805
Inmovilizado material	1.999.886			19.805
FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	17.921.975	6.476.948	5.628.784	415.769
Emisión de instrumentos de patrimonio	17.729.487	6.886.530	6.000.001	
Adquisición de instrumentos de patrimonio de la sociedad dominante	(760.309)	(617.519)	(477.956)	
Subvenciones donaciones y legados recibidos (reintegrados)	952.797	207.937	106.739	415.769
Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	5.365.062	2.940.093	2.832.023	1.483.486
a) Emisión				
Deuda con entidades de crédito	3.734.081	0	1.841.191	1.152.409
Otras deudas	1.721.957	4.306.167	1.100.042	1.075.002
b) Devolución y amortización				
Deuda con entidades de crédito	(90.976)	(1.306.728)	(109.210)	(258.652)
Deuda con empresas del grupo y asociadas			(98.377)	
Otras deudas	0	(59.346)		(485.273)
Pago por dividendo y remuneración de otros instrumentos de patrimonio	(1.000.000)	810.000		
AUMENTOS (DISMINUCIONES) DE TESOREÍA	6.254.609	(1.192.237)	(1.305.537)	4.357.093
Tesorería al inicio del ejercicio	2.971.057	4.163.294	5.468.831	1.111.739
TESORERÍA AL CIERRE DEL PERÍODO	9.225.666	2.971.057	4.163.294	5.468.832

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XVIII ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO EN 2012 (EUROS)

2012						
	31/12/2011	Aumento capital	Distribución resultados	Resultado ejercicio	Otras mov.	31/12/2012
Capital suscrito	646.713	76.421	0	0	0	723.134
Prima de emisión	17.857.017	17.653.066	0	0	0	35.510.083
Reserva legal y estatutaria no distribuible	115.734	0	13.608	0	0	129.342
Reservas no distribuibles sociedad dominante	0	0	0	0		0
Otras reservas sociedad dominante	2.854.258	0	1.124.435	0	824.415	4.803.108
Reservas en sociedades consolidables - global	7.009.265	0	5.082.296	0	387.532	12.479.093
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(1.095.473)	0	0	0	(760.309)	(1.855.782)
Resultados de ejercicios anteriores	(7.534)	0	0	0	(65.864)	(73.398)
Pérdidas y ganancias atribuibles soc. dominante	7.220.339	0	(7.220.339)	17.041.443	0	17.041.443
Ajustes por cambio de valor	4.434	0	0	0	21.557	25.991
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	536.305	0	0	0	224.546	760.851
Socios externos	0	0	0	0	5.250	5.250
TOTAL	35.141.058	17.729.487	(1.000.000)	17.041.443	631.877	69.543.865

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XIX ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO EN 2011 (EUROS)

	2011					31/12/2011
	31/12/2010	Aumento de capital	Distr. resultados	Resul. ejercicio	Otros mov.	
Capital suscrito	575.572	71.142	0	0	0	646.714
Prima de emisión	11.041.628	6.815.389	0	0	0	17.857.017
Reserva legal y estatutaria no distribuible	98.591	0	17.143	0	0	115.734
Reservas no distribuibles sociedad dominante	0	0	0	0	0	0
Otras reservas sociedad dominante	2.854.258	0	0	0	0	2.854.258
Reservas en sociedades consolidables - global	2.916.469	0	4.085.273	0	7.523	7.009.265
Acciones y participaciones en patrimonio propias	(477.956)	0	0	0	(617.519)	(1.095.475)
Resultados de ejercicios anteriores	(27.939)	0	27.939	0	(7.534)	(7.534)
Pérdidas y ganancias atribuibles soc. dominante	5.130.355	0	(5.130.355)	7.220.339	0	7.220.339
Ajustes por cambio de valor	0	0	0	0	4.434	4.434
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	807.054	0	0	0	(270.750)	536.304
Socios externos	0	0	0	0	0	0
TOTAL	22.918.032	6.886.531	(1.000.000)	7.220.339	(883.846)	35.141.056

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XX ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO EN 2010 (EUROS)

2010						
	31/12/2009	Aumento de capital	Distr. resultados	Resul. ejercicio	Otros mov.	31/12/2010
Capital suscrito	489.857	85.715	0	0	0	575.572
Prima de emisión	5.127.342	5.914.286	0	0	0	11.041.628
Reserva legal y estatutaria no distribuible	0	0	0	0	0	0
Reservas no distribuibles sociedad dominante	98.591	0	0	0	0	98.591
Otras reservas sociedad dominante	2.103.776	0	810.482	0	(60.000)	2.854.258
Reservas en sociedades consolidables - global	832.902	0	2.094.017	0	(10.451)	2.916.468
Acciones y participaciones en patrimonio propias	0	0	0	0	(477.956)	(477.956)
Resultados de ejercicios anteriores	0	0	(27.939)	0	0	(27.939)
Pérdidas y ganancias atribuibles soc. dominante	2.876.560	0	(2.876.560)	5.130.355	0	5.130.355
Ajustes por cambio de valor	0	0	0	0	0	0
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	988.917	0	0	0	(181.863)	807.054
Socios externos	0	0	0	0	0	0
TOTAL	12.517.945	6.000.001	0	5.130.355	(730.270)	22.918.031

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XXI ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO EN 2009 (EUROS)

2009						
	31/12/2008	Aumento de capital	Distr. resultados	Resul. ejercicio	Otros mov.	31/12/2009
Capital suscrito	489.857	0	0	0	0	489.857
Prima de emisión	5.127.342	0	0	0	0	5.127.342
Reserva legal y estatutaria no distribuible	0	0	0	0	0	0
Reservas no distribuibles sociedad dominante	91.158	0	7.433	0	0	98.591
Otras reservas sociedad dominante	1.251.649	0	707.509	0	0	1.959.158
Reservas en sociedades consolidables - global	832.902	0	144.618	0	0	977.520
Acciones y participaciones en patrimonio propias	0	0	0	0	0	0
Resultados de ejercicios anteriores	(3.372)	0	3.372	0	0	0
Pérdidas y ganancias atribuibles soc. dominante	862.932	0	(862.932)	2.876.561	0	2.876.561
Ajustes por cambio de valor	0	0	0	0	0	0
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	845.594	0	0	0	143.323	988.917
Socios externos	0	0	0	0	0	0
TOTAL	9.498.062	0	0	2.876.561	143.323	12.517.946

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XXII CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (EUROS)

OPERACIONES CONTINUADAS	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Importe neto de la cifra de negocios	114.335.502	66.697.902	49.640.989	35.179.613
Ventas	(358)	7.083	433	313.053
Prestación de servicios	114.335.859	66.690.819	49.640.556	34.866.560
Trabajos realizados por el grupo para su activo	2.033.519	666.954	998.678	875.979
Aprovisionamientos	(58.687.256)	(36.943.067)	(31.117.711)	(24.478.370)
Coste de las ventas	(58.686.002)	(36.943.067)	(31.108.711)	(22.660.992)
Consumo de otras materias consumibles	0	0	0	(1.763.738)
Trabajos realizados por otras empresas	(1.254)	0	(9.000)	(53.641)
Otros ingresos de explotación	567.435	591.280	295.103	272.445
Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	31.791	112.593	40.423	0
Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	535.644	478.687	254.679	272.445
Gastos de personal	(2.756.449)	(2.152.373)	(1.548.893)	(994.976)
Sueldos y salarios y asimilados	(2.173.919)	(1.723.811)	(1.251.926)	(786.917)
Cargas sociales	(582.530)	(428.562)	(296.967)	208.059
Otros gastos de explotación	(26.911.322)	(15.937.995)	(10.449.263)	(6.237.631)
Perdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	(2.264.899)	(3.594.313)	(1.552.375)	(901.115)
Otros Gatos de gestión corrientes	(24.646.423)	(12.343.682)	(8.896.888)	5.336.516
Amortización del inmovilizado	(6.768.474)	(3.418.698)	(1.562.788)	(1.035.255)
Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	0	0		1.779
Resultado por enajenaciones y otras	0	0		1.779

RESULTADO DE EXPLOTACION	21.812.954	9.504.003	6.256.115	3.583.584
Ingresos financieros	785.265	373.010	177.530	29.644
De valores negociables y otros instrumentos financieros	785.265	373.010	177.530	29.644
Gastos financieros	(383.261)	(227.016)	(108.417)	(109.733)
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0	(11.784)	(13.480)	222
Cartera de negociación y otros	0	(11.784)	(13.480)	222
Diferencias de cambio.	(2.009)	(2.866)	(25)	(105)
Otras diferencias de cambio	(2.009)	(2.866)	(25)	(105)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	(2.702)	(161)
Deterioro y perdidas	0	0	0	(161)
Resultados por enajenaciones y otras	0	0	(2.702)	-
RESULTADO FINANCIERO	399.995	131.344	52.906	(80.133)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	22.212.949	9.635.347	6.309.021	3.503.451
Impuestos sobre beneficios	(5.185.724)	(2.415.008)	(1.178.665)	(626.889)
RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	17.027.225	7.220.339	5.130.356	2.876.562
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	17.027.225	7.220.339	5.130.356	2.876.562
Resultado atribuido a la sociedad dominante	17.041.443	7.220.339	5.130.356	2.876.562
Resultado atribuido a socios externos	(14.218)	0	0	0
EBITDA	28.581.429	12.922.701	7.818.903	4.618.839

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XXIII BALANCE DE SITUACIÓN: ACTIVO (EUROS)

ACTIVO	2012	2011	2010	2009
ACTIVO NO CORRIENTE	20.600.970	15.997.750	8.332.344	3.761.187
Inmovilizado Intangible				---
Otro Inmovilizado Intangible	3.069.909	2.001.071	2.041.149	1.884.029
Inmovilizado material				---
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	17.116.906	13.285.182	5.769.197	1.714.585
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo				---
Otros Activos financieros				3.010
Inversiones financieras a largo plazo	414.155	348.690	58.619	27.887
Activos por impuesto diferido		362.807	463.379	131.676
ACTIVO CORRIENTE	80.177.124	41.294.099	41.173.081	26.523.954
Existencias	19.355	53.260		---
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar				---
Clientes por ventas y prestación de servicios	12.261.971	7.413.825	23.419.452	20.181.178
Activos por impuesto corriente	8.007	8.007	8.007	51.534
Otros deudores	3.522.543	2.471.103	2.504.526	487.828
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo				---
Otros activos financieros		157.722	98.377	---
Inversiones financieras a corto plazo	55.066.293	28.184.684	10.977.425	334.583
Periodificaciones a corto plazo	73.289	34.441	2.000	---
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	9.225.666	2.971.057	4.163.294	5.468.831
TOTAL ACTIVO	100.778.094	57.291.849	49.505.425	30.285.141

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

FIGURA XXIV BALANCE DE SITUACIÓN: PASIVO (EUROS)

PASIVO	2012	2011	2010	2009
PATRIMONIO NETO	69.543.866	35.141.059	22.918.032	12.517.946
Fondos Propios				
Capital	723.134	646.713	575.572	489.857
Prima de Emisión	35.510.084	17.857.017	11.041.628	5.127.342
Reservas	17.411.543	9.979.258	5.869.318	3.035.269
Acciones y participaciones de la sociedad dominante	<1.855.782>	<1.095.473>	<477.956>	---
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	17.041.443	7.220.339	5.130.355	2.876.561
Resultados de ejercicios anteriores	<73.398>	<7.534>	<27.939>	
Ajustes por cambio de valor	25.991	4.434		
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	760.851	536.305	807.054	988.917
Socios externos	5.250			
PASIVO NO CORRIENTE	14.855.749	8.979.984	4.803.561	1.795.175
Deudas a largo plazo				
Deudas con entidades de crédito	4.572.334	2.074.879	2.977.082	890.505
Acreeedores por arrendamiento financiero			91.398	209.313
Otros pasivos financieros	6.697.171	4.140.696	277.401	115.328
Pasivos por impuesto diferido	3.586.243	2.764.409	1.457.680	580.029

PASIVO CORRIENTE	16.373.230	13.170.806	21.783.832	15.972.020
Deudas a corto plazo				
Deudas con entidades de crédito	2.043.411	806.785	1.102.118	1.347.503
Acreeedores por arrendamiento financiero		90.976	108.770	100.065
Otros pasivos financieros	1.057.888	2.050.128	1.417.256	479.288
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar				
Proveedores	8.812.831	6.138.750	16.107.725	12.238.772
Pasivos por impuesto corriente	3.148.725	965.830	623.138	396.749
Otros acreeedores	1.290.843	3.085.487	2.424.825	1.409.643
Periodificaciones a corto plazo	19.533	32.850		
TOTAL PASIVO	100.772.845	57.291.849	49.505.425	30.285.141

Fuente: (Let's Gowex SA, 2014)

Cálculo del *Altman Z-score Model*

FIGURA XXV DATOS RATIOS (EUROS)

	2012	2011	2010	2009
Fondo de maniobra	2.613.233	<242.281>	6.778.297	6.675.376
Activo total	100.778.094	57.291.849	49.505.425	
EBIT	21.812.954	9.504.003	6.256.115	
Cotización	32.193.908	11.893.636	7.136.019	
Valor contable	69.538.616	35.141.059	22.918.032	
Ventas	114.335.502	66.697.902	49.640.989	
Retained earnings	17411543,12	9979258	5869318	

Fuente: Elaboración propia

FIGURA XXVI DATOS RATIOS II (EUROS)

	Precio	N.º Acciones	Capitalización
30/12/2010	0,619907178	11511431	7136018,71
30/12/2011	0,919544549	12934268	11893635,63
31/12/2012	2,226	14462672	32193907,87

Fuente: Elaboración propia

FIGURA XXVII CÁLCULO RATIOS Y MODELO

	Coeficiente	2012	2011	2010	2009
X1	0,717	2,59%	-0,42%	13,69%	
X2	0,847	17,28%	17,42%	11,86%	
X3	3,107	21,64%	16,59%	12,64%	
X4	0,42	46,30%	33,85%	31,14%	
X5	0,998	1,134527329	1,16417785	1,002738367	
Z-score		2,164128534	1,96391352	1,722739025	

Fuente: Elaboración propia

Cálculo del modelo de Lazcano (2010)

FIGURA XXVIII CÁLCULO RATIOS

	Coefficiente	2012	2011	2010	2009
R1	-21,06	0,22041446	0,16818007	0,127441003	0,11568218
R2	20,3	2,22690169	1,58644722	0,861988688	0,70455387
R3	-18,47	3,22706978	2,58644722	1,861988688	1,70455387
R4	-10,29	0,635303	0,80925795	0,254899719	0,18139836
R5	8,53	0,711129285	0,43498886	0,237293705	0,1971865
R6	4,11	0,635303	0,80925795	0,254899719	0,18139836
R7	-3,7	0,69006927	0,61336926	0,462939809	0,41333623
R8	1,83	0,14259849	0,15994359	0,120674148	0,10374731
R9	1,68	1,21172572	1,36101792	0,311107752	0,20178662
R10	1,07	0,24484151	0,20546731	0,223856743	0,22979505
R11	-0,85	1,35885547	1,70225838	1,625949166	2,00460345
R12	0,76	0,56346035	0,22557898	0,191118532	0,34240071
R13	-0,63	0,1759072	-	1,41109835	3,71850989
R14	-0,59	0,23543744	0,37479821	0,950510585	1,27592977
R15	-0,44	0,90731937	0,68180975	0,220510377	0,11239499
R16	-0,43	4,89566008	3,13123124	1,890075217	1,66065119
R17	0,33	1,44664443	1,24905626	1,244282162	
R18	-0,03	61,6331251	82,4703061	77,02450723	30,5781488
R19	0,02	-	-8,4038E-07	-87,6615568	-1,2985E-06
R20	0,01	-	-3,3212513	-2,19488927	
R21	-0,003	5,65651797	1,93004688	0,849679374	

Fuente: Elaboración propia

FIGURA XXIX CÁLCULO MODELO

	2012	2011	2010
Total	-	-	-
	22,98	25,10	27,13

Fuente: Elaboración propia

FIGURA XXX