

Análisis forense de contabilidad en las inversiones: El caso de Burford Capital

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta trimestral de Draco Global SICAV.

* * *

Hemos comentado muchas veces que cuando los inversores analizan empresas, algunos sí que hacen un gran esfuerzo en entender el modelo de negocio, el entorno competitivo y las perspectivas de futuro; pero la mayoría descuida un análisis forense de la contabilidad. Muchas veces no hace falta entrar en gran detalle por qué simples reglas contables pueden ayudar a descartar o al menos a no invertir gran cantidad de dinero en una empresa.

¿Qué dice el informe de Muddy Waters?

El ROIC y el IRR que calcula BUR están manipulados y no se ajustan a la realidad. Muddy describe siete técnicas con las que cree que BUR está engañando a sus accionistas de forma detallada. Nosotros vamos solo a centrarnos en un párrafo que aparece en la página 3 de su informe, el cual era suficiente para no plantearse una fuerte inversión en BUR.



ASC 820 Fair Value Measurements and Disclosures (Formerly FAS No. 157 for US GAAP) y IFRS 13 Fair Value Measurement, son las reglas contables que rigen el cálculo de “Fair Value” o Valor Razonable para activos y pasivos financieros. Este estándar contable ha generado gran controversia durante los últimos años, vamos a ver exactamente porqué.

IFRS 13 define al valor razonable como el precio que se recibe en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de medición por la venta de un activo o la transferencia de un pasivo. La evaluación del valor razonable se hace con la ayuda de procedimientos adecuados como el enfoque de mercado (*market method*), el enfoque de costos (*cost method*) y el enfoque de ingresos (*income method*). Por último, los parámetros utilizados para el cálculo se pueden clasificar o jerarquizar en tres niveles:

1. **Nivel 1:** Datos directamente observables en mercado. El ejemplo más sencillo sería el del precio de una acción.
2. **Nivel 2:** Si no existe un mercado activo se haría uso de datos indirectamente observables. Un ejemplo serían datos de precios para activos similares o comparables o bien fórmulas de cálculo basadas en datos observables (acciones o tipo de interés por ejemplo).
3. **Nivel 3: Datos no observables donde el valor razonable se calcula mediante datos internos de la propia compañía, por tanto, se trata de la categoría más subjetiva de las tres posibles.** El valor razonable se calcula principalmente mediante hipótesis y puede tomar la forma de un descuento de flujos de caja o mediante empresas comparables por ejemplo (*Mark to Model*).

Las empresas cotizadas deben detallar en su memoria anual el importe de activos y pasivos financieros en cada categoría. En la siguiente tabla observamos la clasificación que hace BUR a cierre de 2018:



Las compañías también están obligadas a detallar la evolución interanual de la categoría 3 o Nivel 3. Es interesante analizar esta categoría porque su cálculo es dinámico y los datos utilizados para determinar el fair value o valor razonable son cambiantes año a año. Como el valor razonable de Nivel 3 es el más subjetivo, los inversores deberían de analizar con mucho cuidado su contenido y tratar de hablar con la propia empresa para conocer que técnica de valoración utiliza para determinar su valor.



En la tabla 1 observamos que los activos de Nivel 3 representan más del 80% del total y que crecen más de un 30% respecto al año anterior, regla sencilla y suficiente para seguir investigando más o para no sobre ponderar excesivamente esta empresa. En el siguiente texto, observamos como BUR no nos da excesivo detalle de como calcula los activos de Nivel 3.



Únicamente en los últimos resultados financieros del primer semestre de este año (1H19), BUR detalla mediante una tabla como calcula los casos individuales a efectos de calcular las ROICs y IRRs.



<https://www.burfordcapital.com/wp-content/uploads/2019/08/BUR-32541-Interim-Report-2019-WEB.pdf>

Tabla 3: Hipótesis para cálculo de ROICs y IRRs.

Posteriormente Muddy Waters pone en duda estos cálculos argumentando que tener en cuenta los recoveries como mayor cash para calcular la rentabilidad, es un error por presentar una alta incertidumbre de cobro.

En definitiva, un activo de Nivel 3 no tiene porqué ser más arriesgado que otro activo de Nivel 1 o 2, pero la diferencia clave es que uno de Nivel 3 está sujeto a las estimaciones de la propia compañía y por tanto podría existir contabilidad agresiva que detectamos en forma de posible Red Flag.

Una “[Red Flag](#)” contable consiste en la identificación de un riesgo contable, el cual pueda poner en riesgo tanto el beneficio como el flujo de caja esperado por una empresa. Existen muchos tipos de “Red Flags”, pero la clave reside en analizar aquellas que son más significativas. Para no caer en este tipo de errores, lo mejor es leer en profundidad las memorias anuales, aunque esta lectura resulta compleja y requiere de avanzados conocimientos contables. Los informes anuales son cada vez más extensos, presentan mayor complejidad en cuanto a las normas contables aplicadas y por tanto dificultan en ocasiones la comprensión al lector.

Si tenemos en cuenta que la economía de los Estados Unidos está en la parte final de su ciclo económico, donde las empresas presentan cada vez mayores dificultades para hacer crecer su beneficio, entonces, las direcciones de las compañías podrían estar “incentivadas” a aplicar políticas contables más agresivas, con el objetivo de mantener su beneficio y flujo de caja.

Tenemos catalogadas más de cien posibles “Red flags”, ayudándonos primero a detectar posibles riesgos contables y segundo a conocer mejor como piensan y cómo actúan los managers de las compañías.