

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.

BUR is a perfect storm for an accounting fiasco. **It is a fund that invests in an illiquid and esoteric asset class**, which few investors can understand well. By remaining listed on AIM despite being a midcap company, the company's disclosure requirements are lighter than they would be for the main board – and far lighter than they should be. By choosing to account for its litigation investments as financial assets, **BUR utilizes fair value accounting for a balance sheet largely comprised of Level 3 fair value assets (i.e., “mark to model” accounting of Enron fame)**. BUR disingenuously blames IFRS for needing to take (outsized) fair value gains when in fact, it was BUR's choice to adopt this accounting.

Texto 1: Párrafo página 3 informe short Muddy Waters

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 serian datos de precios para activos similares o comparables o bien fórmulas de cálculo basadas en datos observables (acciones o tipo de interés por ejemplo).

- 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:

19. Fair value of assets and liabilities

Valuation Methodology

The fair value of financial assets and liabilities continue to be valued using the techniques set out in the accounting policies in Note 2.

Fair Value Hierarchy

31 December 2018	Level 1 \$'000	Level 2 \$'000	Level 3 \$'000	Total \$'000
Assets:				
Investments*	-	-	1,380,377	1,380,377
Investments – equity securities	137,809	72,692	-	210,501
New initiatives investments	-	-	42,856	42,856
Equity securities	582	-	-	582
Derivative financial asset	-	-	4,154	4,154
Cash management investments: Listed fixed income securities and investment funds	41,449	-	-	41,449
Total assets	179,840	72,692	1,427,387	1,679,919
Liabilities:				
Financial liabilities at fair value through profit or loss	(112,821)	-	-	(112,821)
Derivative financial liabilities	-	-	(7,000)	(7,000)
Investment sub-participations	-	-	(3,244)	(3,244)
Loan capital, at fair value**	(657,285)	-	-	(657,285)
Total liabilities	(770,106)	-	(10,244)	(780,350)
Net total	(590,266)	72,692	1,417,143	899,569

Tabla 1: Cálculo de Fair Value para los activos y pasivos financieros de 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 calculo 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.

31 December 2017	Level 1 \$'000	Level 2 \$'000	Level 3 \$'000	Total \$'000
Assets:				
Investments*	-	-	1,009,988	1,009,988
Investments – equity securities	64,453	-	-	64,453
New initiatives investments	-	-	10,189	10,189
Equity securities	6,058	-	-	6,058
Cash management investments: Listed fixed income securities and investment funds	39,933	-	-	39,933
Total assets	110,444	-	1,020,177	1,130,621
Liabilities:				
Financial liabilities at fair value through profit or loss	(36,242)	-	-	(36,242)
Investment sub-participations	-	-	(3,152)	(3,152)
Loan capital, at fair value**	(536,177)	-	-	(536,177)
Total liabilities	(572,419)	-	(3,152)	(575,571)
Net total	(461,975)	-	1,017,025	555,050

* The carrying value of other investments held at amortised cost of \$1,500,000 (2017: \$1,500,000) approximate fair value and have not been included in the above tables.

** Loan capital is held at amortised cost in the consolidated financial statements and the figures disclosed in the above tables represent the fair value equivalent amounts.

Tabla 2: Cálculo de Fair Value para los activos y pasivos financieros de BUR a cierre de 2017.

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.

Reasonably possible alternative assumptions

The determination of fair value for investments, new initiative investments and derivative instruments involve significant judgements and estimates. Whilst the potential range of outcomes for the investments is wide, the Group's fair value estimation is its best assessment of the current fair value of each investment. That estimate is inherently subjective being based largely on an assessment of how individual events have changed the possible outcomes of the investment and their relative probabilities and hence the extent to which the fair value has altered. The aggregate of the fair values selected falls within a wide range of reasonably possible estimates. In the Group's opinion there is no useful alternative valuation that would better quantify the market risk inherent in the portfolio and there are no inputs or variables to which the values of the investments are correlated.

Texto 3: Hipótesis de cálculo de fair value para nivel 3 a cierre del año 2018.

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.

Investment performance

Core balance sheet litigation finance investments

\$ in millions	# of investments	Total commitments	Total invested	Total recovered	ROIC	IRR
Concluded investments	76	\$600.5	\$519.3	\$831.9		
Partial realisation - concluded portion*	23	\$66.6	\$66.6	\$327.0		
Total investment recoveries	99	\$667.1	\$585.9	\$1,158.9	98%	32%
Partial realisation - ongoing portion*	23	\$360.4	\$256.2	-		
Ongoing investments	88	\$1,093.4	\$397.9	-		
Total ongoing investments	111	\$1,453.8	\$654.1	-		

*As of 30 June 2019, there are 23 investments with partial realisations. We repeat the number of investments with partial realisations in total investment recoveries to date and total ongoing investments.

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

