
ENTREVISTA IGNACIO DE LA TORRE



Ignacio de la Torre, director del Master en Finanzas del IE Business School de Madrid, nos alerta sobre la *Contabilidad Creativa*

Con una agenda bastante copada con presentaciones sobre los efectos económicos del COVID-19, Ignacio de la Torre, director del Master en Finanzas del IE Business School y Socio de Arcano, uno de los principales gestores de activos en España, nos regala unos minutos de su tiempo para alertarnos sobre los vicios y alertas contables, un campo descrito como *Contabilidad Creativa*, cuyas principales enseñanzas están contenidas en su libro *Creative Accounting Exposed*[1].

Esto debe ser de especial preocupación para los candidatos y miembros del CFA Institute, pues dentro de su Código Ético y Normas de Conducta Profesional, exige "Aplicar diligencia, independencia y esmero al realizar análisis de inversión, formular recomendaciones de inversión y tomar decisiones de inversión" (Código V.A.1), lo que involucra cuestionar la realidad contable de las empresas para descifrar eventuales manejos discrecionales que vayan en desmedro de la realidad financiera de las compañías analizadas. Entrevista por **Joaquín Aguirre, CFA**.

¿Qué caso de contabilidad creativa ha sido relevante para ti?

Por ejemplo, tras terminar mi maestría, mi primer trabajo de analista comenzó en UBS cubriendo una empresa de Medios de Comunicación, en concreto de Televisión Satelital. Esta era una compañía que pagaba por derechos de transmisión tanto a Clubes de Fútbol, como a Productoras Norteamericanas.

Mi modelo contrastaba el cambio de la caja en el balance con mi análisis de flujo de caja, donde desaparecían cerca de EUR 20 - 30mm al año, lo que era bastante relevante para la valoración de la empresa. Tras realizar una investigación, identifiqué que la empresa estaba abusando de los *accruals* (devengos), es decir, que todos los costos de instalación del sistema satelital para los clientes estaban siendo reconocidos como activos, en vez

de reconocerlos directamente como gastos. Ninguna de las más de 20 recomendaciones de compra de la acción, donde algunas provenían de importantes bancos de inversión, aludía a esta situación.

Sumado a esto, descubrí que tenían deuda off-balance en sus empresas fuera de consolidación. Tras lanzar mi reporte, la compañía me llamó de manera muy agresiva. Había mucha sensibilidad en el ambiente. Era la época de Enron. Me señalaron que estas filiales siempre habían honrado su deuda y que no había que analizarlas para llegar a la valorización de la compañía.

Me picó la curiosidad, y me metí al Registro Mercantil para analizar estas filiales, las que arrastraban pérdidas y no tenían Book Value. Entonces, me pregunté cómo es posible que estas empresas, sin ingresos ni Book Value, podían honrar EUR 300 millones de deuda con bancos franceses. Al final descubrí que la matriz adelantaba préstamos a sus filiales no consolidadas para pagar sus compromisos, y a fin de año esta deuda *intercompañía* la cancelaban, lo que generaba un patrimonio ficticio, y las filiales pasaban a ser una inversión patrimonial.

¿Qué problemas enfrentaste con esto?

Tuve enormes presiones. Me amenazaron con un despido llamando al Consejero Delegado de mi firma en España, sin entender que yo reportaba al Jefe de Estudios en Londres. Además, nos quitaron todo el negocio de Banca de Inversión y nos cancelaron los *Roadshows*. Entonces tienes un conflicto y por eso las recomendaciones tienen un sesgo a "comprar". Además, esta es la razón por la que los fondos especializados exigen hablar por teléfono con los analistas, pues saben que hay cosas que no se pueden escribir.

Para concluir, la compañía rectificó sus notas y pudimos descubrir que existían varias partidas falsas. Gracias a todo esto me ofrecieron ser profesor de esta asignatura (*Creative Accounting and Advanced Valuation*), así que estoy agradecido con esta empresa (ríe), que además uso de caso de análisis para mi curso.

¿Cuáles ves como los principales catalizadores para que estos casos salgan a la luz?

Hay varios. Por ejemplo, los *Short Sellers* (fondos bajistas o cortos) cumplen un buen rol para desenmascarar a estas compañías, que solamente se financian con el inversionista *retail* donde no hay tanta capacidad de análisis y dónde el motor de inversión es por nombres conocidos. Hay fondos, como *Muddy Waters*, que se dedican a buscar empresas con contabilidad fraudulenta, toman una posición corta, y lanzan sus reportes. Al final actúan como policías que previenen el abuso hacia los minoritarios, un rol que los reguladores como la SEC lo cumplen de manera tardía.

Un segundo catalizador son los *Whistleblowers* (denunciantes). Si tu descubres que tu empresa está llevando a cabo una contabilidad fraudulenta y la denuncias, la regulación no solo te protege, sino que además en algunos casos te puede pagar una parte de la multa. Este fue el caso de Deutsche Bank, en el que un *trader* se acogió a esta protección y delató los vicios contables de los activos hipotecarios que el banco estaba llevando a cabo.

Un tercer catalizador es cuando el auditor finalmente se rehúsa a entregar su firma, pues arriesga multas e incluso penas de cárcel. Finalmente, un cuarto catalizador es el quiebre de los *covenants*, donde finalmente los bancos se rehúsan a seguir financiando a las compañías por lo delicado de su situación financiera, lo que gatilla el salto de los *covenants* generando un cambio del equipo directivo con el consiguiente reconocimiento de *write-offs* (pérdidas) de distintas cuentas.

Dada la gran cantidad y capacidad de seguimiento de compañías que hoy día hay por parte de los analistas, ¿crees que todavía existe un espacio relevante para el uso de la Contabilidad Creativa?

Por supuesto. Acabamos de tener un caso en Alemania con Wirecard (compañía de sistemas de pagos digitales) y les recuerdo que en la Crisis del 2008 los bancos tenían cuentas falsas, por eso los contables señalaban que "on the left side there is nothing right and on the right side there is nothing left". Por ejemplo, algo que ha ocurrido recientemente es que los bancos realizaron lobby para conseguir el *Debt Valuation Adjustment*, lo que principalmente permite hacer un *mark to market* de la deuda. Esto es una barbaridad porque si una empresa está a punto de quebrar y sus bonos están transando a 50 centavos de dólar, esa caída disminuye los pasivos y te genera un beneficio. Esa regulación estaba en pie hace 4 años. Probablemente el último asiento contable de Lehman Brothers fue una ganancia porque los bonos transaban en cero.

Lo que quiero decir, es que esta situación se irá repitiendo, pues las empresas buscan formas de adelantarse a la regulación con la contabilidad. Por eso es tan importante fijarse en temas intangibles como el Gobierno Corporativo, si hay cambios del director financiero, a quién reporta el auditor interno, etc.

¿A qué alertas le pones atención cuando analizas una empresa?

Yo siempre digo en mis clases que "el flujo de caja es más importante que tu madre". Siempre hay que contrastar cualquier métrica financiera que entregue la compañía con el flujo de caja operativo. Si una compañía tiene un EBITDA de USD 100mm y el flujo de caja operativo es USD 95mm, no miraría tan de cerca esa situación porque parece que hay un tratamiento contable de buena calidad, pero si dicho flujo es de USD 50mm, evidentemente eso es una señal de alerta. Puede que sea una compañía que esté siendo muy agresiva con la capitalización de gastos.

Respecto al gobierno corporativo, siempre miro los cambios de CFO (gerentes de finanzas). Si hay más de 3 cambios en un año, eso quiere decir que probablemente hay un cadáver. Otro aspecto interesante es el Comité de Auditoría Interno. Hay que asegurarse que más de la mitad sean independientes, y de que es gente que sepa sumar, de lo contrario existe la posibilidad de que este comité se conformó de esa forma para que dejen pasarlo todo. Entonces es fundamental mirar los currículums, y saber que han pasado por el mundo financiero y contable. Por supuesto que el auditor interno y externo tienen que reportar al Comité de Auditoría y no al CFO. Sino, como decimos en España, es como poner a un zorro a cuidar a las gallinas.

También es muy relevante constatar si los miembros independientes realmente lo son. Se debe revisar si los miembros realizan negocios con la compañía en cuestión.

A raíz del Covid-19 donde ciertas industrias se verán afectadas, como por ejemplo el retail y las líneas aéreas, ¿qué crees tú que será necesario observar en dichas industrias?

Creo que la clave son los *covenants*. Por ejemplo, en las aerolíneas las empresas de leasing les exigen mantener caja para cubrir sus arriendos. Probablemente veamos que esta industria va a estar bastante deprimida y los *covenants* van a saltar. Lo mismo pasa con la industria hotelera, con los shoppings centers y los casinos, donde sus bonos y Mortgage Backed Securities (principalmente observable en EE.UU.) han presentado caídas brutales descontando problemas muy serios y riesgos de no-pago.

¿Cuál crees tú que es el rol de los auditores en este contexto?

No creo que el problema sea señalar a los auditores. Se puede tomar una decisión legal, pero inmoral. El auditor solo puede opinar sobre el marco legal. De hecho, la mayoría de las situaciones con contabilidad creativa son legales. El problema es que el sistema contable te permite tal grado de discrecionalidad y subjetividad, que la empresa puede forzar la contabilidad al máximo, pero el auditor está obligado a aprobarlo.

También hay problemas de conflicto. Los auditores pueden llevar relaciones de 20 años con la compañía. GE, una compañía que ha salido del grado de inversión, tuvo el mismo auditor durante 120 años, entonces es difícil que se presenten reparos más allá de la legalidad.

Los analistas reciben una fuerte presión por parte del equipo comercial de las corredoras para tener los reportes listos "para ayer", arriesgando la debida diligencia. ¿Cómo has lidiado con esa situación?

Cuando empecé a trabajar en el 2001, cobrábamos un 0.5% de comisión de corretaje. Eso te daba para pagar ventas, trading y análisis. Podías incluso tener un equipo de análisis macroeconómico y podías tener un ratio de cobertura de empresas por analista más razonable, y eso te permitía hacer una cobertura de calidad. Hacia el año 2007, la comisión era de 0.12% por la presión en los márgenes. Eso repercute en que cada analista tiene que cubrir muchos más valores. Los analistas eran 200, ahora creo que quedan 100, por lo que repercute en una peor calidad.

El problema de fondo es que es el cliente el que no está dispuesto a pagar por *Research*. Si un gestor no quiere pagar entonces no se puede exigir calidad de análisis. Todo esto se suma a la presión regulatoria. Por ejemplo, cuando Amazon salió a la bolsa el año 1998, el folleto tenía 25 páginas. Ahora sacas un *microcap* a bolsa y son 500 páginas. Por eso, gran parte del financiamiento pasó de *public equity* a *private equity*. Esa tendencia de público a privado es estructural y no va a cambiar mientras no cambie el péndulo regulatorio y la capacidad de la industria para pagar *fees*. Por eso recomiendo a mis alumnos que intenten hacer carrera en el lado privado.

[1] Creative Accounting Exposed. De la Torre, Ignacio. Palgrave Macmillan, 2009

https://books.google.es/books/about/Creative_Accounting_Exposed.html?id=x0gfAQAAIAAJ&source=kp_cover&redir_esc=y