

---

Madrid, 9 de agosto de 2019.

Emitimos este comunicado en relación a la caída en bolsa de uno de los valores de nuestra cartera, Burford Capital, debido al informe de Muddy Waters (inversor en cortos, o estrategias bajistas) en el que realiza diversas acusaciones a la compañía.

A continuación, explicaremos brevemente qué es Burford, qué ha sucedido y nuestra opinión al respecto. Cualquier lector que esté al tanto de la situación puede ir directamente al **punto 3**.

## 1. ¿Qué es Burford Capital?

**Es una compañía que se dedica a financiar litigios.** Es un sector relativamente joven, donde Burford es el mayor operador con una cuota por ellos estimada del 50%. Funciona de forma similar a un fondo y un banco. Cuando una compañía quiere litigar, pero no tiene los fondos o no quiere hacer una inversión así con su propio capital, puede acudir a compañías como Burford que, o bien financian los costes (a un tipo elevado o una mezcla entre tipo de interés y derecho aparte de la conclusión del caso), o pueden directamente vender el caso a estas compañías que pagan por el activo y asumen la responsabilidad de llevar el caso a buen puerto. Burford utiliza su propio balance, pero también gestiona fondos con dinero de terceros.

Estas estrategias generan unos retornos muy elevados, pero tienen un elevado grado de riesgo, especialmente cuando la compañía (o fondo) que financia es pequeño y tiene pocos casos en cartera. Al ser Burford la más grande, es la que más diversificación tiene y la más exitosa por haber conseguido llegar a este tamaño.

Burford Capital fue fundado por su actual Consejero Delegado (Chris Bogart) y Director de Inversiones (Jonathan Molot).

## 2. ¿Qué ha ocurrido?

**Muddy Waters emitió un documento acusando a la compañía de diversas cuestiones.** En resumen, alude a una contabilización agresiva del valor de ciertos casos en cartera, determinadas actuaciones dudosas, potenciales pasivos fuera de balance y de ser insolvente. Adicionalmente, cuestiona el Consejo de Administración y la relación entre el Consejero Delegado y la Directora Financiera (son matrimonio, algo no ideal pero conocido). El comunicado completo para quien quiera bucear en el detalle lo pueden encontrar en este [link](#).

Algunas de las acusaciones que hace este informe nos parecen erróneas, otras son críticas que se han comentado ampliamente en mercado y se han discutido públicamente con los directivos de la compañía en los últimos tiempos, y el cálculo que se utiliza para aludir a la supuesta insolvencia de la compañía está mal hecho (resta la deuda, que además considera que vence ya, pero no cuenta con la caja que la compañía tiene y la que recibirá por litigios en curso). La duda que nos queda son los posibles pasivos por una demanda pasada a las que Burford no da importancia. Hemos investigado el estado de la demanda y, pese a que hay posibilidades de que

---

el juez desestime el caso, por la documentación a la que hemos podido acceder, pensamos que todavía no está claro.

**Burford ha contestado a los puntos del informe de forma bastante rigurosa.** El comunicado completo se puede leer en este [link](#). Además de contestar, añade que los directivos comprarán acciones y que considerarán una recompra de acciones por parte de la propia compañía. No obstante, **en la conferencia posterior** al comunicado han informado de la compra por parte de los fundadores de acciones por valor de **\$4mn que nos parece poco**, y han sido **vagos a la hora de determinar si la compañía comprará realmente acciones propias.**

### 3. ¿Qué inversión teníamos y qué hemos hecho?

**Burford representaba un 8% de la cartera de Valentum antes de la caída.** Decidimos invertir en esta compañía por tener un negocio muy interesante que consideramos acíclico, con unos crecimientos muy fuertes (al estar creciendo no solo la compañía, sino todo el sector), un *management* experimentado e invertido en la compañía y una valoración interesante atendiendo a los retornos y crecimiento de la compañía.

**No hemos reducido ni ampliado nuestra inversión hasta conocer la respuesta de la compañía.** Pese a que los dos últimos días han sido intensísimos a todos los niveles, decidimos no hacer nada. La primera lectura del informe de Muddy Waters asusta bastante. Las siguientes lecturas van perdiendo fuerza. El informe está muy bien estructurado, con titulares sobre actuaciones dudosas (que se han resuelto) y que se refieren a casos muy antiguos y de importes poco significativos. Otros de los puntos son cosas que ya sabíamos y, finalmente, la conclusión es un número maquillado.

**Hemos hecho, rehecho y dado muchas más vueltas a todos nuestros cálculos de la compañía y pesquisas sobre el equipo directivo.** Lo que pensamos es que no es un fraude y no está quebrada. Si no es fraude ni es insolvente, **no tenía ningún sentido reducir la posición** a los precios a los que se fue el día 7 de agosto (por debajo de valor contable). El siguiente punto es volver a analizar números: Valor en libros, retornos, valor de los activos y recuperación en caja de los mismos. Aquí la discusión se vuelve más técnica y algo subjetiva.

- ¿Son agresivos valorando sus casos? Podría ser.
- ¿Han mentido? No parece.
- ¿Hay alguna información que no han dado? Es posible.
- Históricamente, ¿han recuperado los activos al valor que han marcado en balance? Sí.

Esto último es clave. Históricamente vemos qué parte de los beneficios viene de revalorización de activos y qué parte de retornos por activos concluidos (cobrados), y los cobrados van siguiendo a los revalorizados. Obviamente, siempre puede haber provisiones y casos que acaben en cero, pero eso es un riesgo intrínseco del negocio en sí mismo. Lo que más nos puede

preocupar son las potenciales demandas contra ellos de las que no han hablado, y que dicen están dormidas y con muy pocas posibilidades de prosperar.

**Tampoco vimos razonable aumentar la posición.** Como todos, somos humanos, nos equivocamos y podemos seguir equivocados sobre lo expuesto en este comunicado. Nuestra responsabilidad para con nuestros partícipes y nuestro patrimonio invertido en el fondo nos impedía seguir aumentando la inversión, ante la duda de que se nos escape algo. Las acusaciones son muy serias y debemos mantener ciertos límites.

De hecho, algunos partícipes se preguntarán porqué Burford tenía un peso tan elevado en nuestra cartera. Somos de la opinión (y siempre lo hemos sido) de que tenemos que invertir porcentajes relevantes en compañías que vemos interesantes. En Burford fuimos subiendo el peso con la consecución de ciertas noticias positivas que no se vieron reflejadas en la cotización (acuerdo con fondo soberano y aumentos de rentabilidad), además de noticias negativas que sí afectaron negativamente pero que pensábamos que ofrecían una oportunidad al no afectar al valor del negocio. Las noticias que afectaron negativamente fueron 1) un informe de un bróker negativo sin ninguna consistencia en nuestra opinión y 2) el hecho de que los fondos de la gestora inglesa Woodford (que ha tenido que congelar sus fondos y probablemente tenga que vender sus posiciones) tenían una posición muy relevante en la compañía y podría crear presión vendedora en el valor. Decidimos aumentar la posición con intención de reducirla a precios superiores, pero fuimos poco ágiles a la hora de volver a reducir.

#### 4. ¿Ha sido un error?

Mirando hacia atrás, volveríamos a invertir en Burford, pero sí, ha sido un error. **El error, pensamos, ha sido el peso que le hemos dado a la compañía,** teniendo en cuenta que había inversores con ganas de atacar el valor y que era sencillo hacerlo al tener una contabilidad complicada y con la Directora Financiera casada con el Consejero Delegado (le debimos dar más importancia, la mujer del César...). No hemos calibrado bien las posibilidades de que se produjese una reacción tan agresiva como la que se ha producido.

Lo cierto es que el múltiplo que el mercado aplicará ahora, muy posiblemente, sea significativamente inferior al que cotizaba anteriormente (mayor coste de capital) y se mirará con escepticismo el valor en libros de la compañía. Posiblemente los resultados a corto plazo no serán excelentes, ya que muchas inversiones darán sus frutos más hacia 2020. Por otra parte, posibles noticias a final de año sobre el caso Petersen podrían ser positivas.

#### 5. ¿Qué vamos a hacer?

Con toda la información en la mano, nos quedamos tranquilos de que la compañía no es un fraude ni insolvente, pero **nos hemos quedado fríos con una reacción poco agresiva de la compañía.** Han respondido bien a todos los asuntos contables (excepto una duda que nos asalta sobre el potencial pasivo de un caso en Arizona), pero **queríamos una respuesta mucho más**



**contundente en cuanto a recompra de acciones, listar el valor en EE.UU.** (cotiza en el mercado alternativo inglés, equivalente al MAB español), **cambios en el Consejo y sustitución de la directora financiera para eliminar cualquier duda.** Siguen diciendo que estudiarán todos los temas, pero nos hubiera gustado que se hubieran puesto ya manos a la obra.

**Hemos decidido reducir algo nuestra posición** (a precios por encima de 800 peniques, caída del 41% contra el cierre del lunes, subida del 113% frente a mínimos del martes) para llevarla a un peso acorde con la situación actual (estaremos muy pendientes a como trata la compañía en el corto plazo las demandas de recompra, listing y corporate governance), pero nos sentimos cómodos con la posición a estos precios, a pesar de la volatilidad elevadísima de los últimos días.

## 6. Cartera

Seguimos muy cómodos con nuestra cartera. En un entorno económico y de mercado muy cambiante, pensamos que tenemos compañías sólidas cuyos negocios siguen sanos y que son buenas candidatas para seguir aportando valor y componiendo resultados en el tiempo.

Agradecemos las muestras de cariño de muchos partícipes estos días y comprendemos la frustración de tantos otros.

Queremos recordar que esta y otras comunicaciones que hagamos hablando de los valores en los que invertimos son meras comunicaciones informativas para que nuestros partícipes conozcan el estado de la cartera y el razonamiento principal detrás de las inversiones que hacemos. En ningún caso representa una recomendación. Cada inversor debe realizar su propio análisis (a nosotros nos lleva muchas horas de estudio) y tomar sus propias decisiones de inversión.

Para más información puede contactar con nosotros en el 91 250 02 46.

**VALENTUM FI**

[www.valentum.es](http://www.valentum.es)

@ValentumFI



VALENTUM, FI es un fondo de

**VALENTUM**  
ASSET MANAGEMENT



**Aviso legal:**

La información contenida en este documento refleja las opiniones de la gestora del Fondo, VALENTUM ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A. y en particular de los gestores de VALENTUM, FI a la fecha de publicación. Pese a que la información utilizada en el análisis de valores se considera fiable, no se puede garantizar la exactitud de la misma y las valoraciones y proyecciones estimadas podrían no cumplirse. Este documento es de carácter informativo y no debería considerarse asesoramiento financiero o recomendación de compra o venta de ningún valor o instrumento. Las posiciones mostradas son a fecha de publicación del presente documento y son susceptibles de cambios sin previo aviso. Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. El precio de las inversiones podría variar y el inversor podría no recuperar la cantidad inicialmente invertida. El inversor debe ser consciente de que el instrumento financiero y los valores a que se refiere el presente documento pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. Con anterioridad a realizar la inversión, el inversor debe conocer los riesgos del producto y la información contenida en el último informe semestral y el folleto completo y simplificado (DFI) disponibles en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), y [www.valentum.es](http://www.valentum.es). El presente documento no detalla la totalidad de las posiciones de la cartera de VALENTUM, FI y tiene como finalidad informar de las cuestiones más relevantes de la cartera, especialmente en relación con los eventos del último mes.

El presente documento no es una campaña publicitaria de suscripción o adquisición de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva ni constituye actividad publicitaria o promocional. El destinatario conoce la normativa aplicable en materia de inversión colectiva y ha mostrado interés expreso en recibir dicha información. Si no desea recibir comunicaciones electrónicas referentes al fondo VALENTUM, FI, o de VALENTUM ASSET MANAGEMENT S.G.I.I.C., S.A. envíe un correo a [delegadoLOPD@valentum.es](mailto:delegadoLOPD@valentum.es). El contenido de este correo electrónico y sus anexos son estrictamente confidenciales. En caso de no ser usted el destinatario y haber recibido este mensaje por error, agradeceríamos que lo comunique inmediatamente al remitente, sin difundir, almacenar o copiar su contenido. (Reglamento UE 2016/679)