

### 6.03 LA POLAR S.A. ¿ERA PREVISIBLE LA IRREGULARIDAD, DESDE EL ANÁLISIS FINANCIERO?

#### AUTORES:

**ERIC SALINAS MAYNE**

[eric.salinas@uv.cl](mailto:eric.salinas@uv.cl)

Director Escuela de Graduados  
Facultad de Cs. Económicas y Administrativas  
Universidad de Valparaíso  
+5632 2507543(Of.)

**ALEJANDRO TORRES MUSSATI**

[atorres@senado.cl](mailto:atorres@senado.cl)

Auditor Interno  
Senado de la República  
+5632 2504450(Of.)

**CARLOS MURAT IBACETA**

[carlos.murat@uv.cl](mailto:carlos.murat@uv.cl)

Coordinador de Investigación  
Escuela de Auditoría  
Facultad de Cs. Económicas y Administrativas  
Universidad de Valparaíso  
+5632 2507966(Of.)

**ESCUELA DE AUDITORIA**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**UNIVERSIDAD DE VALPARAÍSO, CHILE**

## RESUMEN

La industria del retail atiende una parte significativa de las necesidades de compra de los consumidores nacionales, las se financian principalmente por medio del dinero plástico. La empresa “La Polar S.A.” atendía a los segmentos de menores ingresos con éxito destacable, hasta que se descubre que dicho éxito se basaba en prácticas financieras ilegales y anti éticas. El presente trabajo aborda la interrogante de si era posible haber detectado estas prácticas manidas desde la óptica de las métricas de análisis financieros de masas.

El objetivo de la investigación fue desarrollar, a partir de la información pública de los Estados Financieros de las empresas del retail, métricas de análisis que hubiesen permitido detectar las irregularidades cometidas por “La Polar S.A.”

Los resultados obtenidos indican que la razón de giro de La Polar se escapaban largamente de los promedio de la industria, incluso con los de otra empresa que atiende al mismo segmento de ingresos. También ha sido posible sondear en las consecuencias sociales del caso, desde la perspectiva de la responsabilidad social empresarial, como también desde el punto de vista de los gobiernos corporativos.

**Palabras claves:** Análisis; métricas; retail; ética

## ABSTRACT

The retail industry serves an important part of the purchasing needs of domestic consumers, the mainly financed through credit cards. The company "La Polar SA" catered to lower-income segments successfully, until it is discovered that such success was based on illegal financial practices and unethical. This paper addresses the question of whether it was possible to have detected these bad practices from the perspective of financial analysis.

The aim of the research was to develop, based on public information of the financial statements of companies in retail, had indices of analysis able to detect the irregularities committed by "La Polar SA".

The results indicate that the operating ratio of "La Polar SA" was well above the industry average, even with another company that serves the same income bracket. It has also been possible to probe the social implications of the case, from the perspective of corporate social responsibility, as well as from the standpoint of corporate governance.

**Keyword:** Analysis; ratio; retail; ethics.

ENEFA Proceedings - Derechos de Autor Reservados - ENEFA Proceedings

## 1. Introducción

Una empresa ícono de la gestión en la industria del retail en Chile sustentaba su aparente prosperidad en prácticas reñidas con la ética, que ninguna instancia de control logró descubrir, afectando a una cantidad de clientes que representan a uno de cada cinco trabajadores chilenos.

La cotización bursátil de la acción llegó a estar en \$3.750, tres meses después ese valor promedia los \$425.- es decir una caída de 90%. Las repercusiones van desde una caída en los fondos previsionales hasta la renuncia del directorio de la empresa, pasando por un cuestionamiento de los auditores externos y los organismos de fiscalización. (ver figuras 1 y 2)

En la búsqueda de lograr resultados positivos, los ejecutivos de la Polar, comenzaron a dar créditos sin filtro a personas con ingresos acotados. Además, en la lógica de aumentar el valor de las acciones y de no mostrar pérdidas, se comenzó a repactar unilateralmente a sus clientes, dejándolos con un nivel de deuda mayor pero, a La Polar, con un nivel mayor de ingresos. Se cuestionan a Gerentes, directores, auditores externos, organismos fiscalizadores, corredores de bolsa, clasificadores de riesgos, pero surge la interrogante acerca de si era o no previsible detectar la problemática desde el análisis financiero.

## 2. Objetivos

### GENERAL

---

Analizar la situación financiera de la Polar, en base a información pública disponible comparando su liquidez con otras empresas de la industria, por medio de aplicar, una herramientas del análisis financiero moderno, denominado Masas Financieras.

### ESPECÍFICOS

Comparar las masas financieras de las empresas del retail más representativas de la industria.

Interpretar las masas financieras de la empresa en estudio con relación a la evolución de sus prácticas financiera

Describir lo efectos para la sociedad de las prácticas financieras de la empresa en estudio

### 3. Metodología

Se inicia con una revisión exhaustiva a la información del caso planteado, indagando y recabando información disponible para luego, llevar a cabo un análisis financiero, de acuerdo a los objetivos planteados. En otras palabras, se lleva a cabo una investigación del tipo exploratorio.

### ANÁLISIS DE MASAS FINANCIERAS

Por medio de esta metodología de análisis, las cifras de la información pública contenida en los Estados Financieros de las diversas entidades se agrupan de manera de establecer aproximadamente unos 8 indicadores que permiten diagnosticar los ejes

fundamentales de las decisiones financieras básicas, relativas a liquidez, rentabilidad y solvencia.

**MASAS FINANCIERA DE BALANCE**

Pretende ordenar agrupadamente la información contable en agregados denominados “masas”, separando tanto la estructura de inversión (Activos) como la de financiamiento (Pasivos), en aquellos ítems de corto y largo plazo, además de separar en el corto plazo todo lo que diga relación con el ciclo operacional, de aquellos recursos, inversiones u obligaciones con carácter financiero.

Balance Contable Clásico		Balance Financiero Moderno	
Activos Circulantes	Pasivos Circulantes	Tesorería Activa	Tesorería Pasiva
	Pasivos Largo Plazo	A.Circ. Sin Teso. Activa	P.Circ. Sin Teso. Pasiva
Activos Fijos		Inmovilizado	Capitales Permanentes
Otros Activos	Patrimonio		

Donde, para Balance Financiero Moderno:

Activos:

- a) Tesorería Activa: Recursos del corto plazo con carácter de financiero.
- b) Activa Circulante sin Tesorería Activa: Recursos del corto plazo con carácter operacional.
- Inmovilizado: Recursos al largo plazo, incluyendo Activos Fijos y Otros Activos.

Pasivos:

- a) Tesorería Pasiva: Obligaciones del corto plazo con carácter de financiero.
- b) Pasivo Circulante sin Tesorería Pasiva: Obligaciones del corto plazo con carácter operacional.
- d) Capitales Permanentes: Obligaciones a Largo plazo, incluyendo Patrimonio y Pasivo Largo Plazo.

### Equilibrio Financiero de la Empresa

Decimos que el equilibrio financiero al largo plazo se lograra, cuando se tenga un capital de trabajo positivo, es decir, cuando los capitales permanentes sean superiores a las inmovilizaciones. Esto porque financieramente es más recomendable financiar el ciclo operacional (incluye recursos inmovilizados, stock mínimo de seguridad de las existencias, crédito concedido a cliente y ciclo operacional propiamente tal) con recursos del Largo Plazo.

Antes de seguir con el análisis es importante hacer la siguiente distinción. Si bien en términos de resultados, el capital de trabajo tiene 2 posibilidades de cálculo, recomendamos la versión francesa para estos efectos pues nos ayuda a determinar el equilibrio financiero de la empresa al largo plazo (solvencia), recordando que el equilibrio al corto plazo (liquidez) va a estar dado por la determinación de la tesorería neta.

Capital de Trabajo Neto = Capitales Permanentes – Inmovilizaciones.  
(Versión francesa)

Por su parte, el equilibrio financiero a corto plazo, se lograra cuando presentemos una

$$\text{Capital de Trabajo Neto} = \text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante.}$$

tesorería neta positiva, es decir, cuando la tesorería activa supere a la tesorería pasiva, o expuesto de otra forma, cuando la Necesidad de Capital de Trabajo sea inferior al capital de trabajo que posee la empresa. Esto porque deben las empresas ser capaces de generar recursos financieros en el corto plazo suficientes para cubrir sus obligaciones de corto plazo con carácter de financiero.

$$\text{Tesorería Neta} = \text{Tesorería Activa} - \text{Tesorería Pasiva}$$

Como complemento a la determinación de los respectivos equilibrios, podemos a través de las restantes 2 masas financieras del balance general, estimar los recursos necesarios para financiar el ciclo de explotación.

$$\text{Necesidad de Capital de Trabajo} = \text{Capital de Trabajo} - \text{Tesorería Neta}$$

#### 4. Resultados

<b>LA POLAR S.A.</b>	
<b>TESORERIA ACTIVA</b>	<b>TESORERIA PASIVA</b>
80.883.994	191.192.488
<b>ACT.CIRC. SIN TES.ACTIVA</b>	<b>PAS.CIRC. SIN TES.PASIVO</b>
482.143.824	58.845.379
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>CAP.PERMANENTES</b>
356.775.078	669.765.029
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>TOTAL PASIVOS</b>
919.802.896	919.802.896

Tesorería Neta	-110.308.494
Necesidad de Capital Trabajo	423.298.445
Capital de Trabajo	312.989.951

Razón Margen de Seguridad de la Inversión 34,03%

Razón de Giro 8,46

La empresa La Polar S.A., presenta una razón margen seguridad de la inversión, de un 34,03%, lo cual indica que, aproximadamente, 1/3 de su inversión total lo destina al corto plazo. Además, su razón de giro, presenta un excesivo indicador, ya que supera, notoriamente, el promedio del sector.

<b>FALABELLA S.A.</b>	
<b>TESORERIA ACTIVA</b>	<b>TESORERIA PASIVA</b>
131.192.212	399.996.822
<b>ACT.CIRC. SIN TES.ACTIVA</b>	<b>PAS.CIRC. SIN TES.PASIVO</b>
1.621.311.058	832.300.246
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>CAP.PERMANENTES</b>
4.830.974.184	5.351.180.386
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>TOTAL PASIVOS</b>
6.583.477.454	6.583.477.454

Tesorería Neta	-268.804.610
Necesidad de Capital Trabajo	789.010.812
Capital de Trabajo	520.206.202

Razón Margen de Seguridad de la Inversión 7,90%

Razón de Giro 1,95

La empresa Falabella S.A., presenta una razón margen de seguridad de la inversión, de un 7,90% y una razón de giro de 1,95.

ENEFA Proceedings - Derechos de Autor Reservados - ENEFA Proceedings

<b>CENCOSUD S.A.</b>	
<b>TESORERIA ACTIVA</b>	<b>TESORERIA PASIVA</b>
153.561.612	277.087.004
<b>ACT.CIRC. SIN TES.ACTIVA</b>	<b>PAS.CIRC. SIN TES.PASIVO</b>
1.391.091.368	1.504.328.034
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>CAP.PERMANENTES</b>
4.807.880.347	4.571.118.289
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>TOTAL PASIVOS</b>
6.352.533.327	6.352.533.327

Tesorería Neta	-123.525.392
Necesidad de Capital Trabajo	-113.236.666
Capital de Trabajo	-236.762.058

Razón Margen de Seguridad de la Inversión Indeterminado

Razón de Giro 0,92

La empresa Cencosud S.A., no presenta una razón margen de seguridad de la inversión, dado que es indeterminado, sin embargo, presenta una razón de giro de 0,92.

<b>HITES S.A.</b>	
<b>TESORERIA ACTIVA</b>	<b>TESORERIA PASIVA</b>
11.867.903	24.267.686
<b>ACT.CIRC. SIN TES.ACTIVA</b>	<b>PAS.CIRC. SIN TES.ACTIVA</b>
107.762.505	39.725.496
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>CAP.PERMANENTES</b>
53.757.331	109.394.557
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>TOTAL PASIVOS</b>
173.387.739	173.387.739

Tesorería Neta	-12.399.783
Necesidad de Capital Trabajo	68.037.009
Capital de Trabajo	55.637.226

Razón Margen de Seguridad de la Inversión 32,09%

Razón de Giro 2,71

La empresa Hites S.A., presenta una razón margen de seguridad de la inversión de un 32,09% y una razón de giro de 2,71.

Presentación Promedio Sector Retail

Promedios Sector Económico	
Razón Margen de Seguridad de la Inversión	24,67%
Razón de Giro	3,44

#### Análisis Comparativo:

Los resultados que presenta el análisis, con la herramienta de aplicación financiera, demuestra que La Polar S.A. presentaba en sus Estados Financieros, un excesivo y mayor capital de trabajo que la competencia (aumento de liquidez) y, además, un resultado económico más que favorable, dado que aparecía demasiado abultada la inversión en corto plazo, asociado al giro o explotación del negocio, ya que al generar renegociaciones unilaterales, más de una vez, con los clientes, aumentaban, ficticiamente, la cuenta deudores y, obviamente, presentaban un estado financiero muy líquido y, a la vez, la concebida relación en resultados.

Sin embargo aplicando el principio de “fondo Económico”, lo que en realidad había detrás eran activos sobrevalorados, ya que se presentaban como flujos corrientes, meros aplazamientos, unilaterales por cierto, que engrosaban artificialmente la cuenta de resultados de la empresa.

Una buena política contable, que por cierto no era practicas por La Polar S.A.”, debió haber provisionado adecuadamente la baja posibilidad de que los flujos por recuperación de créditos efectivamente fluyeran a las arcas de la empresa. De esta forma la valuación de su patrimonio y resultados no habrían sido tan boyantes, lo cual, seguramente, habría cambiado la posición de los inversionistas.

**Consecuencias Sociales:**

El caso La polar, ha puesto en tela de juicio la institucionalidad completa, dado que en materia de responsabilidades podemos mencionar

- 1.- Los Gestores de la Cartera Por sus manidas prácticas
- 2.- Los Contables que emitieron el monto de CRÉDITOS POR COBRAR y sus respectivas PROVISIONES DE INCOBRABILIDAD
- 3.- Los AUDITORES EXTERNOS que opinan sobre la razonabilidad con que se exponen las cifras contables en los Estados Financieros.
- 4.- El DIRECTORIO que AUTORIZA los Estados Financieros y que de paso LEGITIMA LA GESTIÓN de la Gerencia, Además de tener las responsabilidades inherentes a los GOBIERNOS CORPORATIVOS, con relación al control general de los negocios y la selección de los Auditores Externos.
- 5.- Los organismos Fiscalizadores como Superintendencia de Valores y Seguros, directamente: la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, por las TARJETAS DE

---

CRÉDITO de la entidad, el SERVICIO NACIONAL DEL CONSUMIDOR, que tenía antecedentes de

larga data que debieron hacer sospechar las manidas prácticas.

6.- OTROS AGENTES DEL MERCADO como LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGOS, que emiten opinión respecto a la seguridad financiera de las entidades y CORREDORAS DE BOLSA, que hasta el momento de develarse el fraude recomendaban a sus clientes las Acciones de La Polar dentro de sus portafolios preferidos.

La desconfianza de los inversionistas también se manifiesta por el hecho de que las acciones del sector retail completo bajaron su cotización bursátil, una vez que el caso salta al tapete público.

El público general se ve afectado en dos flancos: uno directo por los clientes que fueron repactados unilateralmente, manchando sus antecedentes comerciales (DICOM) con las consecuencias que ello implica, y por otra parte, el efecto en los fondos previsionales, ya que las AFP habían invertido fondos previsionales de los afiliados por el equivalente al 24% de la propiedad de la Polar, además de la tenencia de bonos de la entidad.

Finalmente, el caso traerá consecuencias judiciales por los diversos litigios que se tramitan y se tramitarán en los tribunales de justicia.

## 5. Análisis

Los resultados que presenta el análisis, con la herramienta de aplicación financiera, demuestra que La Polar presentaba en sus Estados Financieros, un excesivo y mayor capital de

trabajo que la competencia (aumento de liquidez) y, además, un resultado económico más que favorable.

## 6. Conclusiones

De acuerdo a los resultados obtenidos, se entrega información clara de que La Polar, presentaba una situación distante que las empresas de la competencia, en cuanto a liquidez y a resultado económico.

Un análisis financiero, utilizando métricas adecuadas, como por ejemplo la razón de giro, habrían entregado una luz de alerta a prácticas no legales y reñidas con la ética de los negocios, la responsabilidad social empresarial y los gobiernos corporativos.

Este mismo análisis, también entregaba parámetros distantes entre los de la empresa La Polar con los de las otras principales empresas del rubro.

Otro elemento relevante del caso, lo constituyó la falta de acuciosidad en la fiscalización de los organismos controladores, tales como las respectivas superintendencias de valores, bancos y pensiones, además del organismo que debe velar por el interés de los consumidores: SERNAC.

Se recomienda que se establezcan supervisiones a los mecanismos de crédito que otorga el retail, así como también, crear una nueva institucionalidad que supervise las prácticas financieras.

Sin duda, desde que el escándalo sale a la luz pública, en gran medida motivado por una demanda de un accionista minoritario, diferentes sectores sociales del país han manifestado lesiones en sus intereses económicos, que van desde el alza exponencial de sus dudas contraídas, como consecuencia de repactaciones arbitrarias, hasta efectos en los fondos de pensiones.

El caso también ha traído repercusiones de tipo judicial, las cuales serán resueltas en los plazos que la institucionalidad de tribunales contempla.

La polar vuelve a traer al tapete público el hecho de que cíclicamente, se producen prácticas que atentan contra la ética en los negocios, a que con el transcurrir del tiempo, cuando dejan de ser noticia, son olvidadas por la opinión pública, y lo único que aportan son modificaciones legales menores, pero no regulaciones eficientes en el sector financiero en general.

Como una segunda derivada surge el problema de la formación ética de los profesionales universitarios del área económico financiera, quienes son los que en definitiva, toman las decisiones de negocios, alguna de las cuales perjudican abiertamente a la sociedad en su conjunto.

## 7. Revisión Bibliográfica

Hermosilla, J. (2001), "Análisis de Estados Financieros: Una nueva metodología", Conosur, primera edición.

Emery, D., Finnerty, J. (2000), "Administración Financiera Corporativa", Prentice Hall, primera edición.

Rodríguez, M. Darío (2001), "Gestión Organizacional: Elementos para su estudio", Ediciones Universidad Católica de Chile, segunda edición.

Palepu, Healy y Bernard (2004) "Business Analysis & Valuation; Using Financial Statements", Thompson Learning, tercera edición.

Hansen, R; Crutchley, C. (1990), "Corporate earnings and financing: an empirical analysis", Journal of business, vol.63 N°3, The University of Chicago.

Spiess, K; Affleck, J; (1995), "Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings", Journal of Financial Economics, N°38, pag.249-267.

Empresa La Polar (2010), Memoria Anual 2010",

[http://www.lapolar.cl/img/corporativo/memorias/memoria\\_2010.pdf](http://www.lapolar.cl/img/corporativo/memorias/memoria_2010.pdf)

Empresa Hites (2010), Memoria Anual 2010",

[http://www.hites.cl/cms/sites/default/files/memoria%20de%2010%20firmada\\_0.pdf](http://www.hites.cl/cms/sites/default/files/memoria%20de%2010%20firmada_0.pdf)

Empresa Falabella (2010), Memoria Anual 2010",

<http://www.falabella.com/pdf/MemoriaAnual/2010/memoria-final-10.pdf>

Empresa Cencosud (2010), Memoria Anual 2010",

[http://www.cencosud.cl/pdfs/memoria\\_2010.pdf](http://www.cencosud.cl/pdfs/memoria_2010.pdf)

## 8. Anexo

Figura 1: Cuadro Comparativo, valor acción empresas Retail

Empresa	Valor Acción 30/05/2011	Valor Acción 30/08/2011	Variación
Cencosud	3542,90	2878,50	-18,75%
Falabella	5193,30	4242,50	-18,26%
Farmacias Ahumadas	1118,00	900,00	-19,50%
Forus	1650,00	1380,00	-16,36%
Hites	703,00	455,00	-35,28%
La Polar	2450,30	409,02	-83,31%
Parque Arauco	1154,60	918,03	-20,49%
Ripley	844,93	476,67	-43,58%
Walmart Chile	298,00	247,50	-16,95%
Zona Franca de Iquique	477,00	401,00	-15,93%

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Figura 2: Grafico, valor acción en empresas Retail



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.