

## **Determinación de la reducción del supuesto daño sufrido por AFP Capital por desvalorización de acciones de La Polar, por exposición imprudente al daño en los términos del artículo 2.330 del Código Civil**

Informe preparado a solicitud de La Polar S.A. por  
Andrea Butelmann P. y Rodrigo Valdés P.

Octubre 2, 2021

### **I.- Introducción**

El propósito de este informe es valorizar los supuestos perjuicios que habría sufrido AFP Capital por su inversión en acciones de La Polar, cuyo valor se desplomó luego de conocerse de las repactaciones unilaterales ilegales realizadas por La Polar, en línea con lo dispuesto por el fallo de la Excm. Corte Suprema. Se propone una metodología de flujos de caja acumulado para AFP Capital—lo que invirtió y lo que efectivamente obtuvo—en todo el período en que mantuvo acciones de La Polar, exceptuando desde ya el período posterior a 9 de junio de 2011, día en que se conoce el hecho esencial y que la propia Corte Suprema consideró como límite para tal cálculo. Se comparan los resultados con los obtenidos por el Perito, que utiliza el método ad-hoc contable.

Adicionalmente, se reproduce el método del Perito presentando variaciones a la metodología contable utilizada por éste y no justificada en su informe; así, el ejercicio cambia la valoración de compra de las acciones vendidas después del conocido el hecho esencial desde una valoración FIFO de las compras (*first in first out* o primero en entrar primero en salir) a una valoración LIFO (*last in first out* o último en entrar primero en salir ) y se demuestra cuán sensibles son los resultados a este cambio convencional. Se discute también si tiene algún sentido una u otra regla de valorización dado que en cada momento todas las acciones tienen el mismo valor y son imposibles de distinguir unas de otras. Asimismo, las AFP, si deciden vender no se fijan en cuándo se adquirió la acción de la cual se deshacerán y, de hecho, usan un sistema *mark-to-market* (*valor de mercado*) en la valorización respectiva, la que corresponde a la metodología propuesta de valorización económica que proponemos como alternativa a la valorización contable realizada por el Perito.

Por último, se revisan los múltiples indicios que existían en el mercado, y a los que tuvieron acceso los inversionistas, que apuntaban al aumento constante en el riesgo de la acción. Tales indicios apoyan la idea de ponderar los supuestos perjuicios, calculados por el Perito, por lo indicado en el art. 2330 del Código Civil. Por lo anterior, se hace una nueva corrección a los cálculos del Perito, excluyendo las compras que realizó La Polar desde agosto del 2009.

La conclusión principal del informe es que, usando el método económico propuesto, no existen perjuicios. Secundariamente, si se utiliza el método LIFO en vez de FIFO y se aplica el art. 2330 en la valoración de las ventas, en línea con el fallo que excluye las compras posteriores al 9 de

junio de 2011, los perjuicios no sólo son inexistentes, sino que hubo una ganancia relevante para AFP Capital.

## **II.- Estimación propuesta**

### **II.1.- El método del Perito**

Si bien la estimación del Perito es una cuidadosa aplicación contable, adolece de dos problemas insalvables. Por un lado, se enfoca en un período ad-hoc, cuando AFP Capital decide vender (entre el 30 de junio y el 6 de julio de 2011), desechando lo que sucedió antes en cuanto a otras ventas realizadas por AFP Capital. Por otro lado, compara el valor de compra de un número similar de acciones en el pasado, suficiente en número de manera de representar exactamente el mismo número vendido, usando el sistema FIFO, que, como se verá, es arbitrario. De esta manera no considera el horizonte de completo del negocio, desde que Capital comenzó a invertir en la Polar; adicionalmente deja afuera tres elementos cruciales que determinarán si la inversión en La Polar fue o no conveniente: (i) los dividendos recibidos; (ii) Pérdidas y ganancias por trading (flujos realizados gracias a compras y ventas, aprovechando cambios de precio); y (iii) el costo alternativo de las inversiones.

### **II.2.- Estimación económica**

Si lo que importa en una evaluación económica de los supuestos perjuicios sufridos por AFP Capital son los dineros invertidos y recibidos, es necesario considerar los flujos que se verificaron no solo en las ventas accionarias de 6 días, sino que toda la historia de las inversiones. En otras palabras, una compensación por el perjuicio que produce una disminución del precio de las acciones (incluso cuando ésta se deba a actuaciones ilegítimas) debe considerar también una estimación los beneficios que generaron los movimientos previos de precios y los dividendos recibidos, algunos de los cuales pueden haberse materializado gracias a, precisamente, los propios problemas de manejo de cartera crediticia por los cuales se busca compensar. Incluso en el extremo en que se quisiera compensar a AFP Capital por todo el riesgo que asumió con esta inversión, corresponde incluir en el cálculo tanto las pérdidas como las ganancias que tuvo y compararlas con lo que hubiese ganado en una inversión libre de riesgo.

El anexo 1 describe un modelo simple para los efectos de calcular los beneficios y perjuicios acumulados de las inversiones mantenidas en La Polar por parte de AFP Capital. Por un lado, está el valor de la posición accionaria en cada momento y, por otro, el flujo de caja efectivo generado por la inversión. Ese flujo de caja se construye con los dineros invertidos y los dineros recibidos—ya sea por dividendos pagados a la inversión o por la compra o la venta parcial del activo. Desde el punto de vista de valoración, el método propuesto considera que el precio de compra original de las acciones vendidas pueden corresponder a cualquiera de las acciones en poder del vendedor; así, haciendo una valoración de mercado (*mark-to-market*) cada mes se evita el

problema de decidir entre un sistema LIFO o uno FIFO. Esto es, por lo demás, la manera en que operan las propias AFP en la valorización diaria de sus carteras de inversión.<sup>1</sup>

Los gráficos a continuación presenta los resultados del flujo de caja acumulado en cada momento en el tiempo, así como el valor en cada momento de la posición accionaria. Los datos para su construcción se basan en información públicamente disponible en la Superintendencia de Pensiones para (i) la posición accionaria a fin de cada mes y (ii) el precio de la acción de La Polar. Esta información es coherente con la que utiliza el Perito, pero considera un período más largo y una frecuencia mensual. También se considera la tasa de interés interbancaria que publica el Banco Central de Chile y la distribución de dividendos reportada en las memorias de La Polar. El hecho de que la metodología propuesta considere un período más largo, es decir, el período completo de la inversión de Capital en La Polar, la distribución de dividendos y el costo alternativo de las inversiones permite una representación más fiel de la realidad económica que aquella que presenta el Perito.

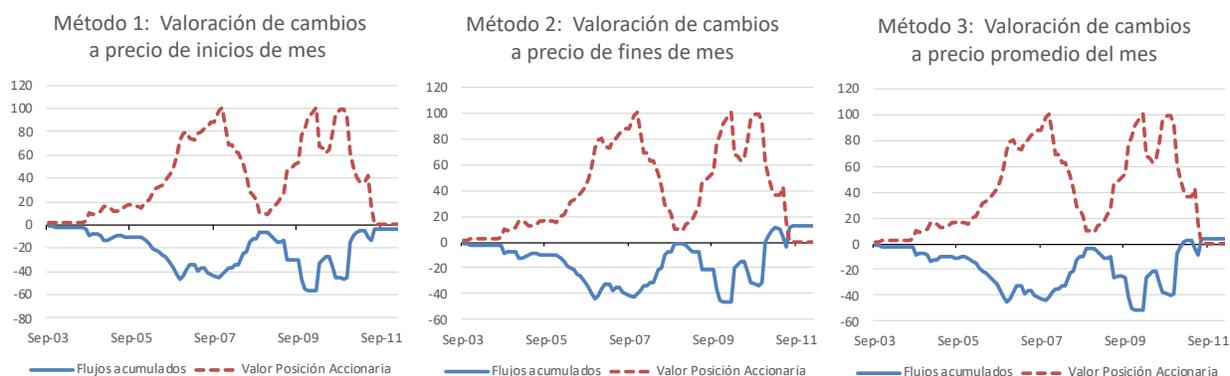
Se exhiben tres alternativas para valorar los aumentos o reducciones en la posición accionaria, según si se valoran al precio del final o inicial de cada período (mes) o, por último, el promedio de ambos (método 1, 2 y 3 respectivamente). Como puede apreciarse, se verifican algunas diferencias. Si este cálculo se realizara con precios diarios, esas diferencias serían menores, y tenderán a desaparecer si se realiza el cálculo a partir de cada transacción individual. En cualquier caso, el método de los promedios es el más cercano al que se obtendría con datos de mayor frecuencia y es, en nuestra opinión, la mejor estimación disponible.

En los gráficos se aprecia cómo, a partir de septiembre de 2003, AFP Capital (o las AFP que fueron continuadas por Capital) comienza a invertir en La Polar, aumentando su acervo de acciones y acumulando un flujo de caja negativo, hasta septiembre de 2007 en que vende gran parte de sus acciones en esta empresa con lo que aumenta el flujo de caja para quedar prácticamente pagada toda la inversión que había desembolsado hasta entonces. Luego, a fines del 2008 vuelve a invertir, llevando el flujo de caja nuevamente a cifras negativas que se recupera con las ventas del 2011 (con creces en el método 2).

---

<sup>1</sup> En efecto, las AFP valoran diariamente su portafolio de inversiones con el precio de mercado de los instrumentos de inversión que mantienen. No hacen diferencia de cuándo se adquirió cada uno, simplemente reflejan su precio en el valor del portafolio, de manera análoga a como funciona un Fondo Mutuo. Las AFP ni siquiera mantienen un registro de cuándo compraron cada acción como una información relevante, como sí sería el caso de un inversionista sujeto a un impuesto a las ganancias de capital.

## Valor del portafolio y del flujo de caja actualizado invertido por AFP Capital (US\$ millones - métodos alternativos de valoración de cambio de posición accionaria)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Memorias La Polar y estimación propia.

Por tanto, desde el punto de vista del flujo de caja del inversionista, se puede verificar que, independientemente del método de cálculo considerado, a comienzos de 2011 AFP Capital ya había (prácticamente) recuperado todos los fondos que había invertido en el pasado comprando acciones y había obtenido una ganancia neta en dos de las tres estimaciones. Incluso si se agregan las compras y ventas de junio y julio de 2011, cuando el precio de la acción se desplomó, se verifica que, de acuerdo con dos de estas estimaciones, Capital retiró desde estas inversiones más fondos que los que había desembolsado previamente. Sólo en el método 1, en que se utilizan los precios al final de cada mes, se aprecia una pérdida de US\$ 4 millones.

La misma información anterior puede expresarse en el valor neto de la inversión (el valor de la posición accionaria menos la cantidad de recursos invertida en ese momento, o la suma de las líneas de los gráficos anteriores). Ella da cuenta de que las inversiones de AFP Capital tuvieron siempre valor positivo antes del hecho esencial. En efecto, su valor a fines de mayo de 2011 llegaba a un rango entre US\$31 y US\$47 millones, según el método de valuación. A fines de junio de 2011 llegaba a entre US\$72 y US\$12 millones, y a fines de julio de 2011 a entre US\$-4 y US\$12 millones.



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Memorias La Polar y estimación propia.

Por lo tanto, se verifica que, a pesar del desplome final de las acciones de La Polar, AFP Capital obtuvo un rendimiento positivo de sus inversiones en la Compañía si se consideran las ganancias dentro del período y el método de valuación intermedio. Parte importante de ese rendimiento obedece a las ganancias de capital obtenidas en el tiempo gracias a la compra y venta de acciones durante todo el período, lo que le permitió realizar ganancias de capital y recomprar más barato y, por último, por los dividendos recibidos. A pesar de la caída en el precio de las acciones, las ganancias previas más que compensan estas pérdidas.

En conclusión, utilizando la metodología económica de evaluación, AFP Capital obtuvo ganancias acumuladas con sus inversiones en la Polar hasta la fecha anterior a la revelación del hecho esencial del 9 de junio de 2011, incluso en comparación con lo que hubiera recibido en inversiones alternativas sin riesgo, por lo que en la práctica, no corresponde ninguna compensación. Las repactaciones unilaterales que justificarían la indemnización del daño de acuerdo a la Corte Suprema, también permitieron a los inversionistas obtener ganancias. En el caso AFP Capital, éstas compensan cualquier daño que ésta pueda pretender por ese mismo hecho.

### **III.- Ajustes a los cálculos del Perito aplicando la fecha límite y precios de venta coherentes con el fallo**

A pesar de que consideramos que la metodología correcta para medir si hubo daño y cuál fue su magnitud es la presentada en el capítulo II de este informe, ya que incluye las ganancias realizadas en el período y los dividendos recibidos por AFP Capital y no depende de supuestos ad-hoc para identificar las acciones compradas y vendidas, en esta sección discutimos cuál sería el valor del perjuicio—ateniéndonos estrictamente a lo realizado por el Perito—con los ajustes coherentes con lo ordenado por la Corte Suprema en su fallo.

### **III.1.- Número de acciones utilizados para el cálculo**

La Corte Suprema falló que se deben excluir de los cálculos de perjuicios las acciones adquiridas con posterioridad a la publicación del hecho esencial del 9 de junio del 2011. El fallo establece que “...el daño del cual deben responder los demandados, corresponde al provocado con anterioridad al conocimiento que la demandada obtuvo de la situación financiera de Empresas La Polar, con la revelación del primer hecho esencial, considerando indemnizable sólo el perjuicio que se provocó en las inversiones efectuadas en acciones e instrumentos bursátiles de dicha entidad adquiridas antes del 9 de junio de 2011, y no el valor ni perjuicio provocado por aquellas compradas con posterioridad.”

Considerando que el hecho esencial se publicó a las 08:36:17 del 9 de junio de 2011, correspondería considerar cuál era la posición accionaria de AFP Capital al 8 de junio de 2011. El cuadro siguiente realiza el cálculo tomando en cuenta las posiciones publicadas por la Superintendencia de Pensiones y las transacciones identificadas en el informe del Perito.

Al 31 de mayo	= 9.654.591
Transacciones Fondo A entre el 1 y el 8 de junio	0
Transacciones Fondo B entre el 1 y el 8 de junio	0
Transacciones Fondo C entre el 1 y el 8 de junio	0
Transacciones Fondo D entre el 1 y el 8 de junio	0
Al 9 de junio	= 9.654.591
Remanente final después del 6 de julio (no vendido)	- 18.570
Acciones vendidas que fueron compradas antes del 9 de junio	= 9.636.021

Fuente: Informe Pericial, Superintendencia de Pensiones y estimación propia.

Esta cifra debe considerarse como base para el cálculo del Perito, en lugar de la venta de 13.637.770 acciones que considera el informe Pericial, puesto que —tal como establece el fallo de la Corte Suprema— no corresponde compensar por pérdidas por acciones adquiridas después del hecho esencial.

### **III.2.- Precios de venta para el cálculo de perjuicios del Perito**

El fallo establece que “...se probó que una vez conocido el primer hecho esencial de 9 de junio de 2011, que conllevó a una primera caída del precio de los papeles de empresas La Polar, y no obstante tomar conocimiento de la existencia de las distorsiones en la información que entregó al mercado, de todas maneras, efectuó compras relevantes de paquetes accionarios...”. Asimismo, establece que “...dicha conducta debe necesariamente ser considerada para los efectos de determinar los montos que deben ser indemnizados por concepto de daño patrimonial, pues conforme lo dispone el artículo 2330 del Código Civil, la apreciación de tal

circunstancia, necesariamente, debe considerar si la víctima contribuyó a su perjuicio, al exponerse imprudentemente al riesgo; caso en el cual, el tribunal debe proceder a su reducción.”

Así, la propia Corte ha dicho que la publicación del hecho esencial del 9 de junio es determinante y debe excluirse de todo cálculo de perjuicios las compras posteriores a dicho evento. Es necesario ahora establecer la implicancia de tal sentencia en la determinación del precio de venta que se utilizará para calcular la pérdida en valor de las acciones que se compraron antes de tal fecha. Al respecto, cabe hacer notar que el hecho que AFP Capital adquiriera paquetes accionarios significativos con posterioridad al hecho esencial demuestra que en su propia evaluación- y ya conociendo los hechos que habían llevado dolosamente a una sobreapreciación de las acciones-, la disminución de precios con posterioridad al 9 de junio habría sido exagerada y estimaba que las acciones de La Polar se apreciarían en el futuro. Por ello, aún con la información disponible, decidió no enajenar su propiedad, sino que incrementarla. Se puede concluir entonces, con plena seguridad, que AFP Capital evaluó que el precio al que compró era conveniente y que éste, al menos, no bajaría en el futuro.

En efecto, de acuerdo con los datos del informe del Perito, el 10 de junio de 2011 el fondo A de Capital adquirió 105.000 acciones a \$2.344,9 cada una. Por lo tanto, después del hecho esencial, AFP Capital estimó tal precio como justo o conveniente.<sup>2</sup> Aplicando la letra y el marco conceptual del Fallo de la Corte, corresponde entonces no utilizar los precios a los que efectivamente se realizaron las ventas posteriores, sino que el precio referencial mencionado, pues éste da cuenta del precio al que Capital escogió exponerse una vez conocido los hechos y ya no engañado por las conductas ilegales de La Polar. La conducta de AFP Capital orientada a aumentar su exposición fija una útil referencia para el cálculo de la rebaja coherente con el art. 2330.

### **III.3.- Efectos de nuevas cantidades y precios de venta en el cálculo del Perito**

El cuadro siguiente resume los efectos de los cambios de cantidades y precios para fijar la indemnización a partir de los conceptos vertidos en el Fallo al informe del Perito. Si se considera la compra del 10 de junio como marcador de precios justos, el perjuicio llegaría a UF 45.418.

Tal como ya se explicó, este ejercicio corresponde sólo a eliminar del cálculo de perjuicio las compras hechas después de conocido el hecho esencial y valorando las ventas de acciones al precio que AFP Capital consideró adecuado una vez conocidos éste. No considera deducir las ganancias realizadas por ventas intraperíodo y los dividendos que recibió durante el período.

---

<sup>2</sup> Un argumento adicional para pensar que el precio al que debemos evaluar las ventas de acciones de La Polar por parte de AFP Capital es que ésta pudo reducir su posición luego de conocerse el hecho esencial justamente al precio que regía el 10 de junio del 2011, ya conocido el hecho esencial. El hecho de que no haya vendido y, al contrario, haya adquirido acciones demuestra que consideraba que en el futuro podría venderlos a un precio mayor. Es importante destacar que ese día se transaron alrededor de 30 millones de acciones de este minorista y, por tanto, la demandante pudo haberse deshecho de una parte sustancial de sus acciones ese día.

	Cálculo del Perito	Nuevas Cantidades según fallo	Nuevas cantidades y precio de compra 10/06
Acciones vendidas	13.637.770	9.636.021	9.636.021
Precio promedio venta (\$)	711,1	711,1	2344,9
Valor venta (UF)	442.874	312.921	1.031.878
Valor compra FIFO (UF)	1.524.686	1.077.295	1.077.295
Perjuicio (UF)	1.081.813	764.374	45.418

Fuente: Informe Pericial, Superintendencia de Pensiones y estimación propia.

Adicionalmente, después de calcular el perjuicio neto, éste se debería ajustar nuevamente—aplicando el art. 2330—si se considera que AFP Capital fue imprudente en su actuar incluso antes del 9 de junio del 2011. En las secciones V a VII siguientes se analiza información pública, disponible para cualquier inversionista, que debiera haber advertido del riesgo excesivo de esta inversión a AFP Capital y que debió haberla llevado a reducir su exposición incluso antes de conocido el hecho esencial, así como una propuesta de estimación de perjuicios basada en el informe del Perito y una corrección del precio de compra en línea con el art. 2330.

#### IV.-Informe del Perito y convenciones contables FIFO y LIFO

El informe del Perito utiliza el método contable FIFO (first in, first out) para calcular el valor de compra de las acciones vendidas con posterioridad. Este método se utiliza habitualmente para inventarios de productos perecederos, pero no es necesariamente el mejor para el problema en análisis. De hecho, el sistema LIFO (last in, first out) es tan arbitrario como el anterior y se usa en el caso de productos homogéneos y que no son perecederos. Este es exactamente el caso de las acciones; cada unidad es indistinguible de las otras.

El efecto de usar LIFO o FIFO tiene un impacto de primer orden en la valoración del costo de compra de las acciones. La diferencia entre ambos, en el caso de los 9,6 millones de acciones vendidas, es significativo y alcanza a aproximadamente UF 361 mil, valor que puede ser calculado con precisión si se tiene acceso a todas las compras y ventas de acciones de la Polar por parte de AFP Capital.

	Cantidades según fallo y precios Perito	Precio de compra del 10/6/11
Acciones vendidas	9.636.021	9.636.021
Precio de venta (\$)	711,1	2.344,9
Valor de venta (UF)	312.921	1.031.878
Valor de compra FIFO (UF)	1.077.295	1.077.295
Valor de compra LIFO (UF)	716.391	716.391
Perjuicio FIFO (UF)	764.374	45.418

Perjuicio LIFO (UF)	403.470	-315.487
Perjuicio Promedio (UF)	583,922	-135,035

Fuente: Informe Pericial, Superintendencia de Pensiones y estimación propia.

Es decir, la selección no justificada de un método contable, que no tiene base en ningún criterio económico, incrementa artificialmente la estimación del perjuicio. No se pretende que se utilice el LIFO, sino que destacar lo inestable de la estimación ante cambios arbitrarios en la forma de valorar las compras. Así, concluimos que el método *mark-to-market*<sup>3</sup> es el correcto, ya que todas las acciones tienen el mismo valor cada día y, por lo mismo, en caso de venta, la AFP no va a escoger cuáles de ellas vender. El método *mark-to-market* es justamente lo que se usa en la propuesta de valorización del capítulo II.

## V.- Actuar imprudente de AFP Capital previo al conocimiento del hecho esencial

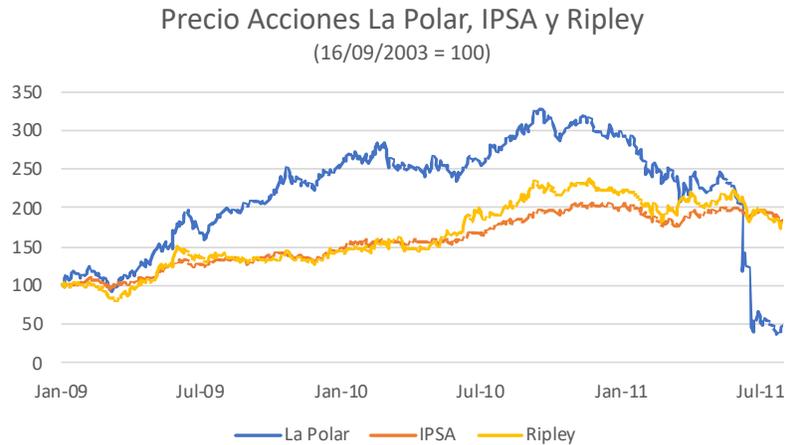
En la primera parte de este informe se estimó que no existe perjuicio para AFP Capital ya que ésta obtuvo ganancias netas por mantener acciones de La Polar en el período comprendido entre el 2003 y el 9 de junio del 2011. A pesar de ello, es importante enfatizar que el actuar imprudente de la administradora no sólo se constata por las compras que hizo después del hecho esencial, como lo señala la Excm. Corte Suprema, sino que antes de esa fecha había **información pública** suficiente para hacer dudar a AFP Capital sobre la conveniencia de esta inversión. En este sentido, si hubiera habido algún perjuicio, éste no sería totalmente indemnizable puesto que había señales de que esta inversión era no sólo más riesgosa que el IPSA sino que también más riesgosa que las de otras acciones en el mismo mercado del *retail*.

### V.1.- La evolución del valor de la acción de La Polar con relación a otras acciones

El primer indicio del riesgo referido se muestra en el siguiente gráfico, en que se aprecia claramente que las acciones de La Polar se apreciaron a partir del 2009 a una tasa mucho mayor que la de la bolsa o su indicador IPSA, lo que por sí solo debió haber advertido a los inversionistas sobre el mayor riesgo de esta inversión y haberla monitoreado en más detalle; sobretodo cuando acciones de *retailers* similares no se diferenciaban tanto de la evolución del índice general.

---

<sup>3</sup> La liquidación diaria de pérdidas y ganancias (*mark to market* en inglés) es una forma de contabilizar las pérdidas y ganancias en una operación de una cartera de inversión formada por activos financieros, valorándose el registro contable de todas las posiciones abiertas en base a los precios actuales de mercado.



Fuente: Yahoo Finance.

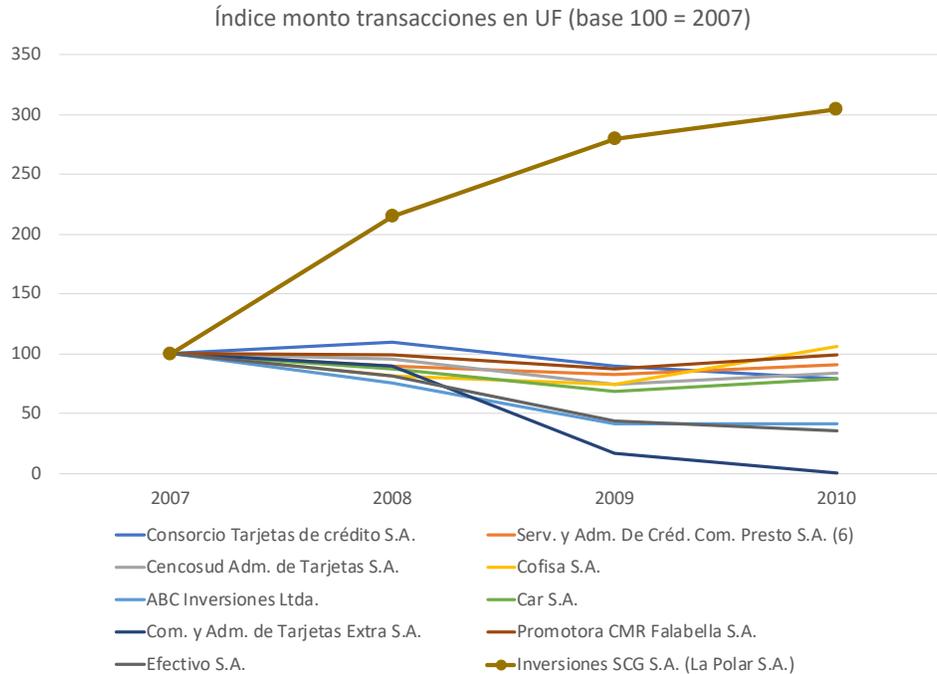
## V.2.- Aumento de las transacciones con tarjeta La Polar versus ventas

Otro indicio relevante y de público conocimiento, se refiere a la evolución de las transacciones con la tarjeta la Polar, información disponible en la página de la SBIF, en relación a las ventas de La Polar. Tal como se lee en el fallo de la SVS condenando a FITCH<sup>4</sup> y en el análisis hecho por Humphreys<sup>5</sup>, las referidas transacciones aumentaron explosivamente, mientras que las ventas de La Polar, aún incluyendo la de los comercios no relacionados que aceptaban este medio de pago, no aumentaban e, incluso, disminuían en términos reales.

En el siguiente gráfico se aprecia el aumento de “transacciones” con tarjetas de crédito de casas comerciales; salta a la vista que La Polar tuvo una explosión en sus transacciones mientras que el resto del *retail* financiero mantenía o reducía sus transacciones con respecto al año 2007.

<sup>4</sup>Resolución Exenta N° 258 de SVS del 22 de junio de 2012, [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=17c385bc610be98ae3375429bfc7f123VFdwQmVFMXFRVEpOUkVFMFRXcG5OVTFsUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1605251000](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=17c385bc610be98ae3375429bfc7f123VFdwQmVFMXFRVEpOUkVFMFRXcG5OVTFsUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1605251000)

<sup>5</sup> Ficha Técnica, Caso La Polar: Lecciones que Aprender. Junio de 2012.



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La información pública de transacciones publicada por la SBIF junto con las ventas de La Polar, que se encontraba en sus estados financieros, hubiese debido prender las alertas de un inversionista diligente, obligación aún de más peso cuando se están administrando fondos destinados a la jubilación de terceros. Tal como muestra la siguiente tabla, la relación entre transacciones y ventas tuvo un crecimiento muy notorio entre 2007 y 2009 y en 2010 una baja menor. Es decir, ya antes del 2011 había signos claros de que algo fuera de la regla sucedía en la política crediticia de La Polar.

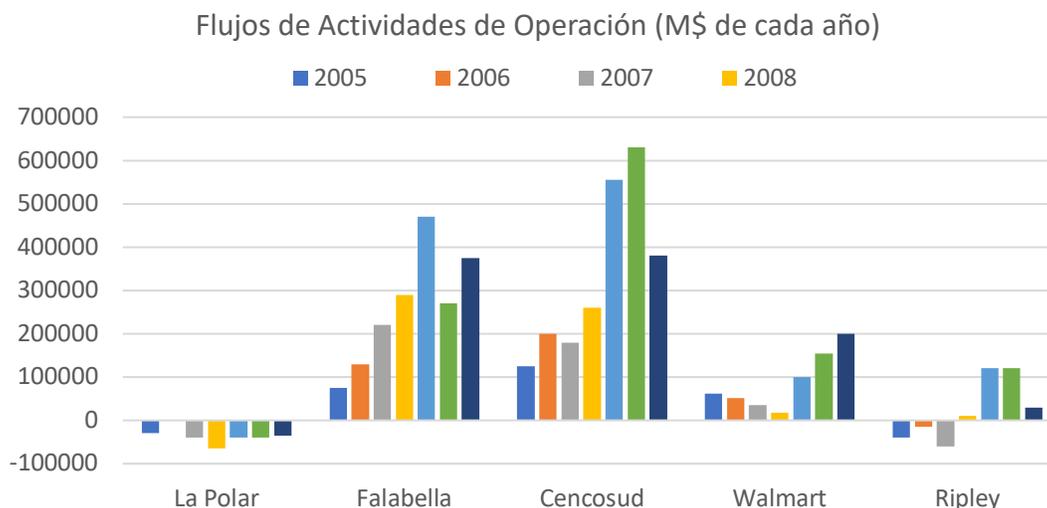
Año	Transacciones SBIF MM\$	Ventas Retail Nominal MM\$		Relación Tran. SBIF a Ventas	
		EEFF (*)	Interna	EEFF (*)	Interna
2007	231.898	260.789	233.177	88,9%	99,5%
2008	651.923	282.013	250.019	231,2%	260,7%
2009	893.057	235.538	234.408	379,2%	381,0%
2010	1.001.583	287.930	286.023	347,9%	350,2%

Fuente: Elaboración SVS en base a información SBIF, EEFF La Polat e información interna de La Polar.

(\*) EEFF bajo IFRS a contar de 2009.

Este comportamiento, totalmente distinto al resto del *retail* llevó a un flujo operacional negativo durante todo el período en que AFP Capital mantuvo acciones de La Polar, lo que obligó a la

empresa a elevar su endeudamiento de manera recurrente y la asemejaba más a una empresa financiera que comercial. Este flujo negativo constante no se daba en otros *retailers*.



Fuente: Humphreys, 2012.

### V.3.- Origen de las transacciones que reportaba La Polar

El aumento inusitado de las transacciones, como ya se dijo, no se debía a aumento de ventas ni tampoco a avances en efectivo. En efecto, al analizar el origen de las transacciones para el año 2007 vemos en las siguientes tablas que más de la mitad se debe a “pagos de cuentas y otros servicios”. Esta partida se refiere principalmente a repactaciones y comisiones por administración de las tarjetas. En cambio, en el caso de otros *retailers* emisores de tarjetas de crédito, más del 70% de las transacciones se originan por venta. De la misma publicación de la SBIF se obtiene que en número de transacciones, más del 80% se debían a “pagos de cuentas y otros servicios”.

#### Detalle de las transacciones con tarjeta del establecimiento, 2007 (%)

	Avances	compras	Pagos de cuenta y otros servicios
<b>La Polar</b>	<b>9,3</b>	<b>38,7</b>	<b>52,0</b>
CMR	21,5	72,2	6,3
Johnson's	17,4	69,0	13,7
Paris	16,7	82,5	0,8
Ripley	29,9	69,2	0,9

Fuente: Carta enviada a Superintendente de la SBIF por Gutierrez&Silva Abogados, 31 de mayo de 2011.

#### V.4.- Deuda promedio

En la siguiente tabla se muestra la deuda promedio por tarjeta vigente emitidas por diversas casas comerciales. La deuda promedio en La Polar es varias veces más alta que en otros *retailers*, lo que permitía plantear una interrogante a los inversionistas sobre el riesgo de la inversión, sobretudo por el perfil socioeconómico de sus clientes que tienden a ser de menor poder adquisitivo que los de otros *retailers* incluidos en la comparación.

Nuevamente, la información para construir este indicador era accesible al público, se construye a partir del stock de deuda trimestral publicado por la SBIF dividida por el número de tarjetas vigentes en los trimestres respectivos .

EMPRESA	DEUDA PROMEDIO
<b>La Polar</b>	<b>\$1.213.600</b>
Presto	\$596.699
CMR	\$463.708
Ripley	\$376.664
Cencosud	\$313.199

Fuente: SBIF.

#### V.5.- Demanda colectiva del SERNAC

El 2 de junio del 2011, el SERNAC presentó una demanda colectiva por 300 casos de repactaciones que no contaban con la voluntad de los deudores afectados.

#### VI.-Información disponible a los inversionistas

En la sección previa expusimos información pública que indicaba que La Polar presentaba una situación anómala con respecto a otras empresas del rubro y que debió haber llamado a sus inversionistas a profundizar el análisis de las decisiones que llevaban a tal situación. Sin embargo, tal información pública no es la única fuente con la que contaban los inversionistas para evaluar la inversión en este *retailer* ya que, por un lado, las AFP contaban con directores que tenían información interna y debieron haber cuidado con mayor celo el correcto funcionamiento de la empresa y, por otro, todos los inversionistas tienen derechos a revisar las actas de directorio y los informes presentados a éste en cada sesión.

En efecto, según declararon las mismas AFP ante la Superintendencia de Pensiones, a la fecha del hecho esencial, llevaban más de un año sosteniendo reuniones con ejecutivos de la empresa para alertar sobre problemas de la cartera y la debilidad del gobierno corporativo. (Diario Financiero, 25 de junio del 2011).

En cuanto al gobierno corporativo, es importante remarcar que la compañía carecía de un gerente de auditoría y, además, desde 2010 los directores presionaban para la contratación de un gerente de riesgo crediticio, lo que la plana ejecutiva postergaba sin justificación clara.

El 22 de noviembre de 2010 un director preguntó si podían existir clientes cuyas deudas se habían reprogramado más de una vez y si las provisiones en estos casos eran o no más altas. El 24 del mismo mes, María Isabel Farah admite al directorio que su “modelo de riesgo” no distinguía entre deudores con una o más repactaciones y, por tanto, las provisiones eran las mismas en distintos casos.

Durante enero del 2011, los directores, especialmente los nombrados por las AFP, insisten en la contratación de gerente de riesgo crediticio y el 26 de ese mes se acuerda que el comité de directores se abocará al tema de riesgo en exclusiva una vez al mes.

En abril, después de la junta de accionistas en que entraron nuevos directores nombrados por las AFP, éstas se juntaron con los directores entrantes para instruirles que reforzaran las políticas de riesgo crediticio.

Cabe recordar que las actas de directorio se hacen públicas antes de la junta de accionistas de cada año. Así, aunque los directores de las AFP no hubiesen tenido contacto con los directores por ellas designados, estas preocupaciones se suponen conocidas ya en abril del 2011.

En resumen, los directores de La Polar, incluidos los nombrados por las AFP, no estaban inadvertidos de los problemas en la cartera de préstamos de La Polar y tuvieron mucho tiempo para deshacerse de su cartera.

#### **VII.- Aplicación del artículo 2330 para considerar las compras “indemnizables”**

Toda la información pública, y también a la que podían acceder los inversionistas, develaba una situación anómala en el crecimiento de la deuda de los tarjetahabientes de La Polar y llevaba a concluir que las acciones de esta empresa debían ser evaluadas más como una empresa financiera que una comercial. En efecto, al analizar los ingresos retail versus ingresos financieros de La Polar, datos extraídos de las memorias anuales y publicadas por La Polar, se colige que el negocio financiero representa para la empresa un 47,0%, en comparación con un 7% (Falabella) o un 22% (Ripley) de los ingresos totales.

A pesar de todos estos indicios, AFP Capital siguió adquiriendo acciones de La Polar. Es por ello, que proponemos que, aplicando el art. 2330, y tomando como base los cálculos del Perito (que hemos establecido se basan en supuestos fácilmente cuestionables y depende crucialmente de un enfoque de valoración LIFO que no es el que utilizan las AFP), es necesario un ajuste adicional. Ello sólo para mayor abundamiento, puesto que en la sección 1 ya se propuso una metodología más adecuada (actualización de los flujos acumulados y *mark-to-market*) que no arroja perjuicios para La Polar y, dado ello, no habría espacio para la corrección inspirada en tal artículo.

En este ajuste, dada la conducta riesgosa o imprudente adoptada por AFP Capital, considera tomar como referencia el precio de las acciones adquiridas en épocas previas, en que su comportamiento era menos evidentemente riesgoso, puesto que aún no se presentaban

indicadores tan fuera de norma en la cartera de La Polar. En otras palabras, se mantiene una metodología tipo LIFO pero en vez de comparar los precios post hecho esencial con las últimas compras (cuando ya era evidente el riesgo involucrado) se utilizan los precios de las compras inmediatamente anteriores. De esta manera se “sustituyen” las 9.636.021 acciones compradas en 2009-2010 por el mismo número de acciones pero comprado en 2006-2008. De esta manera, implícitamente se supone que las ventas de acciones en 2009-2010 corresponden a acciones adquiridas durante ese mismo período y las ventas el 2011 corresponderían a las adquiridas en el período inmediatamente anterior a las que considera el Perito.

El gráfico a continuación indica qué adquisiciones se considerarán para calcular este ajuste y en la tabla posterior se hacen los nuevos cálculos de perjuicios. Debemos recordar, en todo caso, que este cálculo es un ajuste a la metodología del Perito y no toma en cuenta los dividendos percibidos por los fondos de la AFP ni las ganancias por ventas de acciones en el período, como sí lo hace la metodología propuesta en la sección II.



Fuente: Superintendencia de Pensiones y estimación propia.

	Acciones compradas antes del 9/6/11	Con Precio de venta = Precio de compra del 10/6/11
Número de Acciones	9.636.021	9.636.021
Precio de venta (\$)	711,1	2.344,9
Precio compra (UF)	0,1075	0,1075
Valor de venta (UF)	312.921	1.031.878
Valor de compra (UF)	1.035.531	1.035.531
Perjuicio (UF)	722.610	3.653

Fuente: Superintendencia de Pensiones y estimación propia.

Vemos entonces que tal ajuste, que toma en cuenta la actitud imprudente de parte de AFP Capital reduce el supuesto perjuicio desde 764.374 a 722.610 UF con la metodología FIFO del Perito y sus precios de venta (ver sección IV), pero tal como se explicó en la sección II, dado que el precio de venta a tomar en cuenta es aquel al que AFP Capital compró acciones incluso después de conocer el hecho esencial, y pudiendo vender decidió comprar, el precio al que se debe valorar la venta corresponde a ese precio de compra, ya sea el precio al que compró el 10 de Junio. Con ello, el perjuicio llega a UF 3.653.

Por último, se debe reiterar que este cálculo no resta de los perjuicios los dividendos y las ganancias por ventas intraperíodo que beneficiaron a los fondos de AFP Capital. Sólo la suma simple de los dividendos alcanza a más de UF 136.000, y los obtenidos en 2011 llegan UF 15.936.

### **VIII.- Conclusión**

En nuestra opinión profesional, el método de cálculo propuesto en el capítulo II del presente informe es el correcto desde el punto de vista económico y no depende de supuestos contables ad-hoc. Bajo estos cálculos, AFP Capital no tuvo pérdidas – y, en consecuencia, no podría haber sufrido perjuicios – con sus inversiones accionarias en La Polar una vez que se toma en cuenta todo el período en que fue accionista así como los dividendos recibidos. De esta manera, no corresponde indemnización ninguna.

Por otra parte, si debe utilizarse el método de cálculo del Perito y se siguen las instrucciones de la Excma. Corte Suprema respecto de excluir eventuales pérdidas que se explican por un accionar imprudente por parte de AFP Capital (art. 2330), nuestra mejor estimación es que Capital tuvo una pérdida de UF 3.653. Este resultado refleja, primero, rebajar el número de acciones a considerar de manera de excluir las compras posteriores al 9 de junio del 2011 (como lo establece el fallo). Segundo, considera como precio de venta el precio al cual AFP Capital compró acciones después de conocido el hecho esencial (y que fue, por lo tanto, evaluado como precio justo por el propio demandante). Tercero, considera precios de compra de las acciones anteriores al período en que los antecedentes públicos eran suficientes para concluir que había problemas con La Polar. El cálculo anterior es sin considerar los dividendos recibidos en 2011; si se agregan los dividendos, las pérdidas desaparecen.

No hay, por lo tanto, nada que compensar.

## Anexo 1– Modelo de Acumulación de Flujo de Caja

Se definen las siguientes variables:

$p(t)$  = precio de la acción a fines del período  $t$  (puede ser un mes o día, según sea la información disponible)

$q(t)$  = cantidad de acciones que tiene AFP Capital a fines del período  $t$

$d(t)$  = dividendo por acción pagado durante el período  $t$

$f(t)$  = gasto en adquisiciones o ingresos por ventas más dividendos percibidos por parte de Capital durante el período  $t$

$i(t)$  = retorno alternativo

El valor de la posición en acciones de La Polar en el momento  $t + 1$  está dada por  $p(t + 1)q(t + 1)$  y su cambio respecto del período anterior se puede descomponer de la siguiente manera (sumando y restando  $q(t)p(t + 1)$  y reordenando):

$$\begin{aligned} & p(t + 1)q(t + 1) - p(t)q(t) \\ &= p(t + 1)q(t + 1) - p(t)q(t) + q(t)p(t + 1) - q(t)p(t + 1) \\ &= p(t + 1)[q(t + 1) - q(t)] + q(t)[p(t + 1) - p(t)] \end{aligned}$$

Por lo que:

$$p(t + 1)q(t + 1) = \underbrace{p(t)q(t)}_{\text{Base}} + \underbrace{p(t)[q(t + 1) - q(t)]}_{\text{Compras netas de acciones}} + \underbrace{q(t)[p(t + 1) - p(t)]}_{\text{Ganancias o pérdidas de capital (valorización)}}$$

Esta descomposición también se puede acumular recursivamente partiendo desde una situación inicial en  $t = 0$   $p(0)q(0)$ , lo que permite descomponer las fuentes del valor de la posición en un momento  $t$  entre las tres componentes.

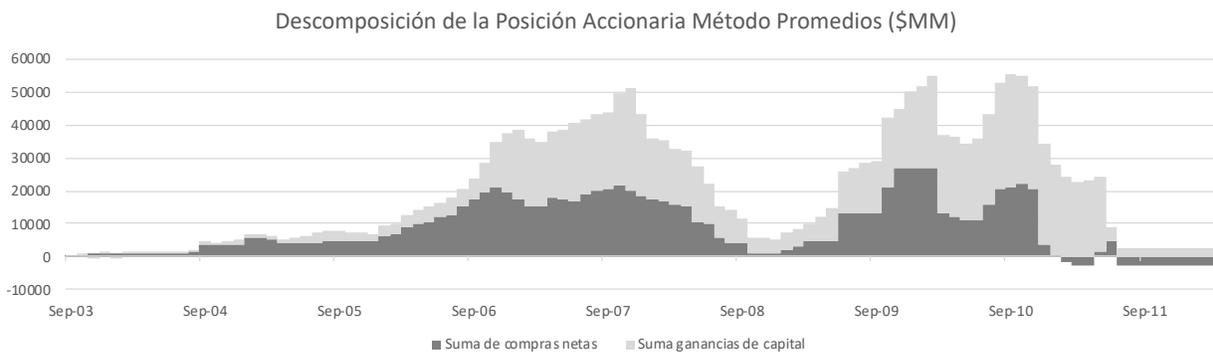
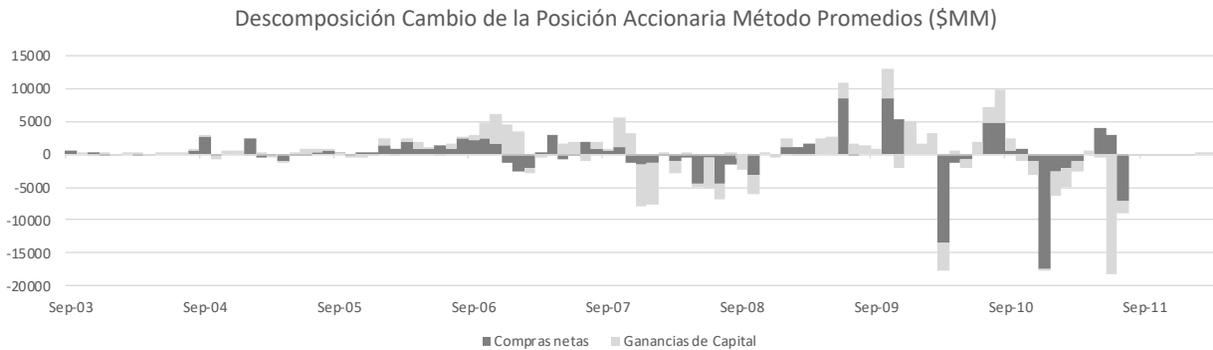
Alternativamente, se puede utilizar el precio inicial (en vez del precio final) para valorar las compras. En ese caso la descomposición es:

$$p(t + 1)q(t + 1) = \underbrace{p(t)q(t)}_{\text{Base}} + \underbrace{p(t)[q(t + 1) - q(t)]}_{\text{Compras netas de acciones}} + \underbrace{q(t + 1)[p(t + 1) - p(t)]}_{\text{Ganancias o pérdidas de capital (valorización)}}$$

Por último, es posible una descomposición intermedia, en que las compras se valoran al precio promedio del período:  $\frac{p(t+1)+p(t)}{2} * [q(t + 1) - q(t)]$  y las ganancias de capital se calculan sobre las tenencias promedio del período. Es el método que consideramos más apropiado.

Usando datos de los cierres mensuales de las inversiones de Capital (y de las AFPs Santa María y Summa Bansander, con las que se fusionó o fue su continuador legal) disponibles en el sitio web de la Superintendencia de Pensiones, se calcula a continuación la descomposición del cambio de la posición así como el valor de la composición accionaria. Este mismo ejercicio se podría hacer con datos diarios, aunque los resultados serán muy similares.

Los gráficos siguientes muestran la descomposición de los cambios del valor mensual de la posición accionaria y la de su valor efectivo en cada mes.



Por otro lado, los flujos efectivos que recibe el inversionista están dado por su compra y venta de acciones y los dividendos recibidos (dada su posición en acciones). Para esto consideramos tres definiciones alternativas. En la 1 se considera sólo las compras valoradas al precio de fines del período  $t + 1$ , en la 2 se consideran como ganancias de capital sólo las que se producen con las acciones existentes a comienzos del período (las ganancias de trading se adicionan al flujo), y en la 3 se utiliza el precio promedio del período como proxy del costo de adquisición y ventas, dejando el resto del cambio de posición como pérdida o ganancia de capital.

$$f^1(t) = -p(t + 1)[q(t + 1) - q(t)] + d(t)q(t)$$

$$f^2(t) = -p(t)[q(t + 1) - q(t)] + d(t)q(t)$$

$$f^3(t) = -\frac{p(t+1)+p(t)}{2} * [q(t + 1) - q(t)] + d(t)q(t)$$

Este flujo se puede acumular recursivamente usando como  $F(0)$  la primera compra de acciones de manera de verificar si hay una pérdida o una ganancia acumulada para el inversionista. Adicionalmente, consideramos que existe un costo alternativo para el flujo acumulado, que denotamos por “ $i$ ” (una tasa de interés). En la aplicación se utiliza la tasa de interés nominal interbancaria. Así:

$$F^j(t + 1) = F^j(t)(1 + i) + f^j(t), \text{ con } F^j(0) = -p(0)q(0) \text{ y } j = 1, 2, 3.$$

La clave para evaluar si las inversiones en Capital resultaron beneficiosas o no para Capital está en calcular el flujo acumulado  $F^j$  más el valor de la posición accionaria. En algún momento es posible que el flujo acumulado sea negativo, pero la inversión sea igual conveniente porque la posición accionaria tenga un elevado valor. Alternativamente, es posible que la posición accionaria tenga un bajo valor, pero el flujo acumulado lo compense.

Los gráficos en el texto principal resumen para las tres definiciones de flujo junto (i) el valor de la posición accionaria (en UF); (ii) el valor del flujo de caja incluyendo compras y ventas de acciones, así como recepción de dividendos, actualizado en cada período capitalizando intereses (la tasa interbancaria) de manera de compararla con una inversión segura; y (iii) más abajo, el valor neto para el inversionista que agrega ambos conceptos.