



II CONGRESO LATINOAMERICANO DE ESTUDIANTES DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

“CASO EMPRESAS LA POLAR S.A” ÁREA: FINANZAS

Autor: Alejandro Sotelo H.

Alumno cuarto año contador auditor.

Correo: Sotelo344@gmail.com

Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

Año: 2015

País: Chile



Índice general

Portada	1
Índice	2
Resumen	3
Introducción	4
Formulación del problema	6
Justificación	6
Marco teórico	6
Hipótesis	8
Metodología	9
Resultados y discusión	10
Conclusiones	14
Bibliografía	16

RESUMEN:

Empresas La Polar, es una de las empresas con mayor trayectoria dentro del retail de Chile, sin embargo, las prácticas implementadas entre los años 2006 y 2011, significaron un hecho de fraude importante dentro del país, donde los problemas de agencia llevaron a esta empresa a adulterar los resultados financieros de dicho periodo. El fraude se hizo público cuando un grupo de accionistas solicita a un estudio jurídico un análisis de diversos informes, los cuales son posteriormente remitidos a la entidad regulatoria del país. En los hechos se involucró a la firma de auditoría PwC, y a la alta gerencia de La Polar.

Mediante un análisis sencillo de los estados financieros y conocimiento del mercado, se pretende dar a establecer que estos hechos se podían anticipar a tiempo, sin causar las repercusiones y gran cantidad de clientes afectados.

Palabras Clave: retail, PwC, La Polar, Fraude, Estados Financieros

Abstract:

Empresas La Polar, is one of the most experienced companies in the retail of Chile, however, the practices implemented between 2006 and 2011, represented an important fact fraud within the country where the agency problems led to this company to adulterate the financial results of the period. Fraud became public when a group of shareholders to a legal study requested an analysis of various reports, which are then submitted to the regulatory body of the country. In fact he engaged the auditing firm PwC, and senior management of La Polar.

Through a simple financial statement and market knowledge analysis, it seeks to establish that these facts could anticipate a time, without causing repercussions and lots of customers affected.

Keys: retail, PwC, La Polar, fraud, financial report

INTRODUCCIÓN

Empresas La Polar fue fundada en 1920 como una sastrería, en 1953 se convierte en una tienda de múltiples productos con el nombre de La Polar. Hacia fines de la década de 1980, La Polar comienza su expansión en locales, dentro de la zona de la capital del país para convertirse en una cadena de grandes tiendas, siguiendo la tendencia de otras empresas del mercado. En 1989 entra en el negocio crediticio al sacar su tarjeta de crédito para compras en la cadena.

En los años 90, su expansión en locales comerciales se extiende hacia el resto del país, y con esto se produce el aumento de clientes que optan por el uso de tarjeta de crédito de la tienda, superando los 350.000 a comienzos del nuevo siglo. Pese a ello, La Polar fue ampliamente superada por las cadenas rivales, enfrentando diversos problemas.

A principios de 1999, el fondo de inversión Southern Cross, adquirió los activos fijos, la marca y el 51,71% de los pasivos de la multitienda. Durante la gestión de Southern Cross, se reorientó la estrategia de la compañía enfocándose en sectores de clase media y baja, diferenciándose de los tres grandes del retail chileno. En 2002 abrieron su tienda virtual y comenzaron a establecer alianzas con otras empresas, permitiendo el uso de la tarjeta de la multitienda en sus locales teniendo un gran éxito.

En 2003, la empresa inicia la transacción de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago y en 2006 Southern Cross adquirió un 20% de la propiedad a la familia Bemberg, uno de los principales grupos económicos de Argentina. El año 2008 marcó el inicio de la internacionalización de la empresa, decidió iniciar operaciones en Colombia, lo que se concretó en 2010 cuando inauguraron su primera tienda en el principal centro comercial de Bogotá, en 2011 se inauguró la segunda tienda en la ciudad de Medellín. En 2012 se dio la apertura de otras dos tiendas en las mismas ciudades.

Sin embargo, durante el transcurso del año 2011, comenzarían a presentarse públicamente una serie de problemas, producto de un aumento en el riesgo crediticio de la compañía. Los problemas se acrecentaron, hasta estallar a comienzos del mes de junio, cuando el abogado Andrés Sepúlveda Jiménez presentó un informe el día 31 de mayo, ante las autoridades regulatorias (SVS), encargada del control y vigilancia del cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y administrativas, también de establecer el marco regulador para el mercado. Aplicar sanciones frente al incumplimiento o violación del marco regulador como consecuencia de una investigación y promover iniciativas para el desarrollo del mercado, mediante la

elaboración y colaboración para la creación de nuevos productos e instrumentos, mediante la difusión de los mismos.

Andrés Sepúlveda, acusaba, en el informe antes mencionado, la existencia de repactaciones masivas y automáticas respecto de los deudores incobrables, para efectos de abultar la cartera de clientes, así el cliente volvía a quedar activo, y no se reconocía la estimación de deudor incobrable, por consiguiente, tampoco la pérdida respectiva.

El caso adquirió amplia difusión luego que el Servicio Nacional del Consumidor, presentó una demanda colectiva por el reclamo de cientos de clientes que acusaban repactaciones unilaterales, dado que, las repactación de la deuda era automática, no se le consultaba previamente al cliente si deseaba reliquidar su deuda, con nuevas condiciones de pago.. Esto obligó a la empresa a anunciar una reestructuración de su área crediticia el 9 de junio de ese año, generando el desplome de sus acciones transadas, cayendo su valor en más de un 42% durante la primera jornada, ese mismo día, la SVS, resolvió *“suspéndase la oferta pública, cotización y transacción de las acciones de EMPRESAS LA POLAR S.A, inscrita en el registro de valores bajo el n° 806, hasta las 11:00 del día de hoy”* (SVS, resolución exenta n°322, 2011).

Pablo Alcalde, exgerente y presidente del directorio (de ese momento) presentó su renuncia a este cargo, siendo reemplazado por Heriberto Urzúa. En los días siguientes, Urzúa comenzó a preparar un plan de acción, para reparar los problemas con los clientes repactados. Días después, Urzúa renunció dejando en el cargo a César Barros.

El caso generó una crisis de enorme proporciones, ante lo cual la SVS presentó una querrela contra 18 ex-directivos y al ex auditor de la compañía (PwC) por infringir el deber de cuidado y diligencia. Ante los requerimientos de la SVS, la compañía reconoció que el tamaño de las repactaciones unilaterales era mayor al anunciado inicialmente, llegando a las 418.826 personas en un plazo de seis años.

Finalmente, hay que considerar que, los altos ejecutivos (Pablo Alcalde, entre otros) recibían bonos de desempeño, mediante el sistema “stock option”, eran un premio aprobado por el directorio de La Polar, que los ejecutivos recibían por los excelentes resultados financieros de la multitienda, así, se convirtieron en accionistas de la empresa para luego vender sus acciones cuando La Polar aumentaba su valor en el mercado.

Formulación del Problema:

Empresas La Polar, por tanto, ha sido una de las empresas que ha causado uno de los escándalos más bullados dentro del mercado chileno, al repactar de manera unilateral la cartera de clientes, clientes que se debían considerar vencidos, eran considerados al día para todo efecto, esto provocaba que los Estados Financieros Consolidados tengan un aumento significativo en su resultado dentro de sus operaciones, práctica que se realizaba desde el año 2006. Uno de los causantes para que se realizaran las acciones antes mencionadas se debía al incentivo que recibió la alta gerencia (stock option). Llama la atención que, el cuerpo directivo, teniendo la información necesaria para descubrir el fraude, no hayan sido capaces de detectarlo.

Justificación:

Estamos frente a un caso donde se hace presente la teoría de agencias.

El problema de agencia que se detecta, es la divergencia entre el cuerpo directivo y dueños, donde los primeros se vieron “tentados” a actuar bajo su propio interés, aumentando el resultado financiero de la organización, mientras que los dueños solo pretendían aumentar el valor de la empresa, incentivando a los gerentes.

Es necesario analizar este caso particular, ya que se puede obtener evidencia necesaria, con un análisis simple de la información financiera histórica de una organización, que el uso de stock option no es favorable como incentivo para los gerentes, resulta llamativo, ya que La Polar, crecía de forma permanente, mientras que otras empresas del retail, se veían afectada por la crisis económica de los años 2009 y 2010. Además de comprender el rol de los auditores dentro de este caso

MARCO TEÓRICO:

Como se hizo mención anteriormente, la teoría de la firma (o agencias, como también suele llamarse). Los objetivos de una teoría de la firma son explicar la naturaleza y límites de las actividades de una firma y los conceptos que están detrás de ella ayudan a tomar decisiones tan importantes como cuando abrir una firma y cuando realizar ajustes a sus límites y ámbito de acción. Coase, justifica la existencia de la firma y su grado de integración en función de los costos de transacción de pasar por el mercado y de los costos de coordinación de producir o desarrollar un determinado insumo o proceso internamente. Una enseñanza fundamental que deja el análisis de los distintos enfoques para la administración estratégica es el de la importancia de la complementariedad entre

las actividades y/o activos de la empresa en la determinación de sus límites. Así, prácticamente todos los enfoques coinciden en que conviene relativamente más extender los límites de la firma en la medida que las actividades o activos hacia las que se integraría sean complementarios con las actividades actuales de la empresa.

En la empresa pueden intervenir individuos muy diversos en función del tipo de actividad que se les ha encomendado desarrollar. En este punto, se destacarán los rasgos característicos del directivo frente a un empleado medio de la empresa.

Frente a este tipo de empleados, se encuentra el alto directivo, el cual mantiene un vínculo contractual con la empresa peculiar que acrecienta la complejidad de su estudio pero que, a la vez, le hace significativo dentro de un contexto de agencia. Algunos de sus rasgos distintivos son:

- El Directivo es considerado un Agente Central respecto al resto de empleados de la empresa, es decir, es el encargado de coordinar los contratos bilaterales con los distintos participantes de la misma, por lo tanto se convierte (el directivo) en el centro del nexo de contratos dentro de la organización, contando con el poder suficiente para contratar, revisar y terminar los contratos con cada uno de los empleados de la empresa de forma independiente.
- El Directivo será el encargado de gestionar los factores cooperativos de la empresa, entre otros, los de naturaleza laboral.
- El Directivo tiene una función de supervisar las actuaciones de otros empleados. Esto implica que puede dar instrucciones, evaluar el rendimiento, retribuir en función del esfuerzo, promocionar en función de los resultados, al personal que está bajo su responsabilidad.
- El Directivo mantiene una relación contractual con los propietarios de la empresa, a los cuales ofrece sus conocimientos, habilidades y experiencias a cambio de una retribución pactada y un grado de autonomía en la toma de decisiones. De esta forma, es contratado como agente de estos principales para actuar en su nombre en una determinada área de responsabilidad.

La divergencia entre los diferentes intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados problemas de agencia.

En el caso de las empresas, los directivos pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas. Esto implica la necesidad de diseñar

un sistema adecuado de incentivos (como stock option), restricciones y penalizaciones con el objeto de asegurar que los directivos (agentes) actúen en sintonía con los intereses de los accionistas (principales), incluidos los costos de agencia explicados anteriormente.

En las relaciones contractuales los acreedores (accionistas) invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado, sin embargo estos recursos son invertidos en activos que son elegidos por los directivos de la compañía, y no por los propios prestamistas, por esto si ellos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa a no arriesgarse más allá de un límite determinado, lo que representa un costo de agencia.

Todas estas relaciones de agencia se caracterizan por desarrollarse en un contexto muy particular:

- Por un lado está la separación de funciones que ya planteamos con anterioridad y que se diferencian por las distintas funciones de utilidad que persigue cada uno, existiendo un conflicto de intereses entre empleador-empleado y propietarios. Si los primeros tuviesen un conocimiento exacto de las acciones de los segundos, o el contrato que les liga fuese tan perfecto que los intereses de ambas partes resultaran coincidentes, no existirían problemas de agencia.
- Por otro lado, la relación está envuelta en un ambiente de incertidumbre provocado por el acceso asimétrico de la información de empleador y empleado en cada momento y como nuestro mundo no es perfecto debemos buscar aquellos contratos financieros que minimicen los problemas de agencia.

HIPÓTESIS

1. Con el uso de los Estados Financieros auditados y publicados, aplicando a éstos un análisis financiero, se puede obtener indicios que una organización está incurriendo en prácticas no adecuadas enmarcada dentro del contexto de la teoría de agencias.
2. Generar incentivos variables a ejecutivos por parte de la alta gerencia, puede permitir alinear en mejor medida los intereses de ambas partes, focalizándose éstos detrás de los mejores resultados para la firma en su conjunto.

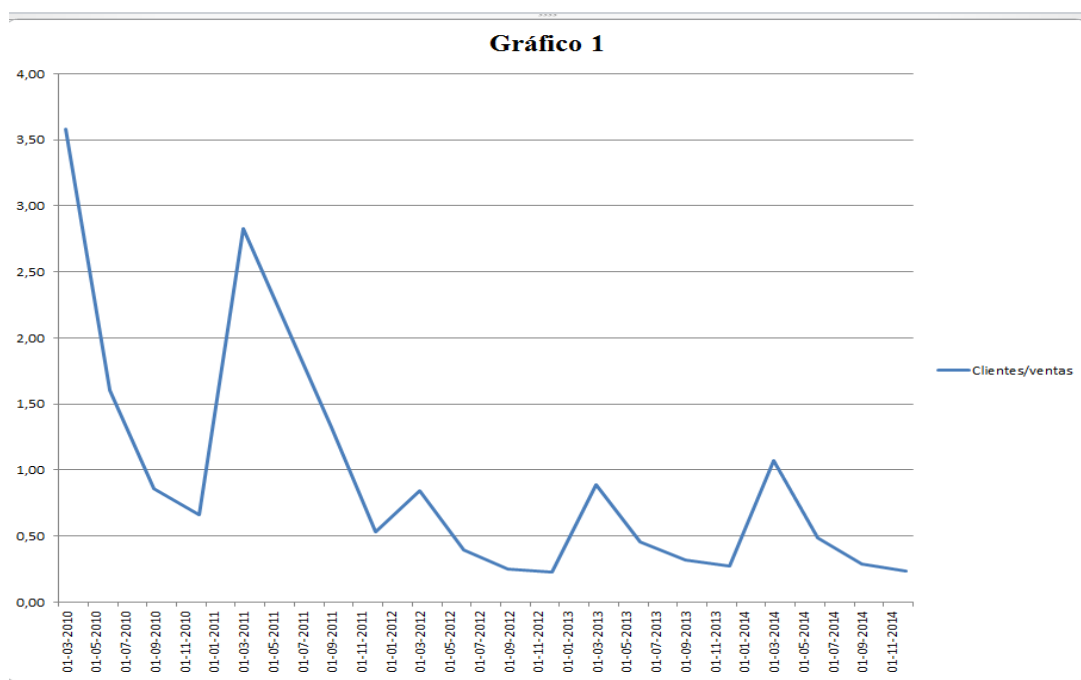
METODOLOGÍA

La información aquí presentada se basó en las memorias públicas de los Estados Financieros Consolidados de Empresas La Polar S.A de los años 2009-2010-2011, que fueron extraídas de Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), quien es el ente fiscalizador y regulador de las empresas que cotizan en la bolsa en Chile de nuestro país. A través de estos datos recogidos, se procedió a realizar un análisis de diferentes cuentas y rubros, y a la aplicación de ratios financieros, como por ejemplo clientes v/s ventas, liquidez general y prueba ácida, para poder cumplir con el objetivo central de la investigación. A su vez, se consideró la información de las memorias de los años siguientes (2012-2013-2014), para poder visualizar de esa manera, si la nueva alta gerencia, que tomó cargo en Empresas La Polar después de haber estallado públicamente el escándalo en junio del 2011, adoptó nuevas medidas para poder revertir la situación desde el punto de vista comercial y desde la perspectiva contable sobre la estimación de deudores incobrables.

Además, se consideraron los datos de cotización bursátil de las acciones de Empresas La Polar S.A, que fue recolectada desde el software “Economática”, se extrajo el precio de cierre de la acción de forma diaria desde el primer día hábil del año 2009, hasta el último día hábil del año 2014 (02/01/09 – 30/12/14), del mismo modo, se usaron los datos de promedio semanal, mensual y trimestral de la acción mencionada con anterioridad, con el fin de proveer información gráfica y el impacto que provocaron los hechos y decisiones de la gerencia, en la cotización bursátil de la compañía. También, se reunió la información bursátil de empresas competidoras en la que está inserta el sector de retail, como lo son Empresas Hites SA y Forus, con el objetivo de poder y comparar el comportamiento bursátil de nuestra empresa de estudio con otras similares. Se consideraron las cartas de opinión de auditoría de los Estados Financieros Consolidados de Empresas Polar, realizadas por las firmas auditoras Pricewaterhouse Coopers (PwC) en los periodos 2009 y 2010, para indagar el rol que tuvo la firma detrás del polémico caso, y Ernst & Young Chile en los periodos siguientes.

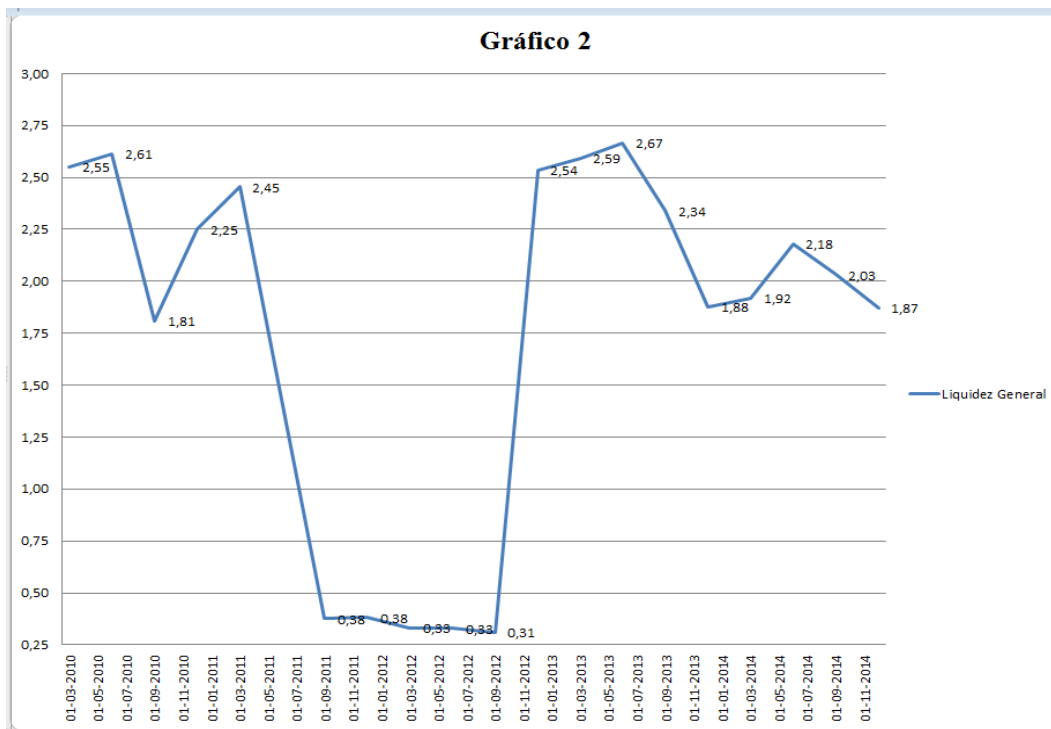
RESULTADOS Y DISCUSIÓN

De los análisis del ratio de clientes versus las ventas (ambos trimestrales), y la lectura de la respectiva nota al estado financiero sobre deudores comerciales del estado financiero año 2009 y 2010, muestra una creciente tendencia a las ventas al crédito, mientras que sus niveles de ventas según el estado de resultado integral de los mismos periodos, no aumenta en gran cuantía, además la disminución en las ventas dentro los años 2009-2010, se debe al periodo de la crisis económica que se vivía en país lo que provoca una disminución considerable en el periodo. Sin embargo, desde finales del 2011 en adelante, se comenzó a usar una metodología diferente para el cálculo de la estimación sobre los deudores incobrables, consistente en metodología denominada migraciones de tramos, separado para carteras no repactadas y repactadas pasando desde los factores fijos a factores móviles que se calculan mensualmente reflejando de mejor manera los cambios en el riesgo de la cartera, ya que los resultados del mes más reciente se van considerando en el cálculo de los factores de la estimación (gráfico 1).

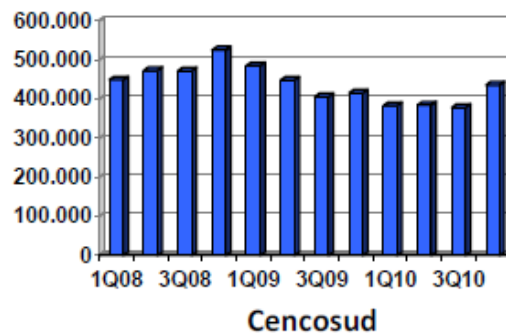
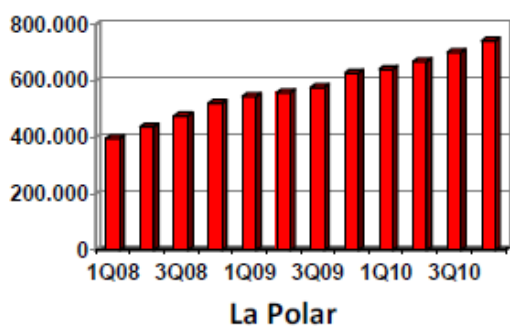


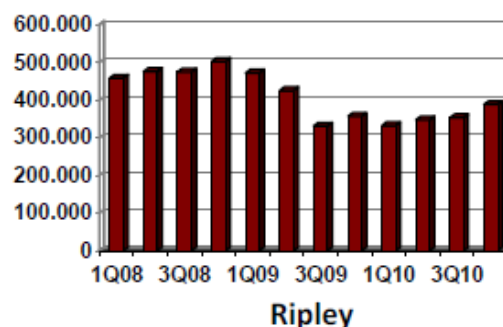
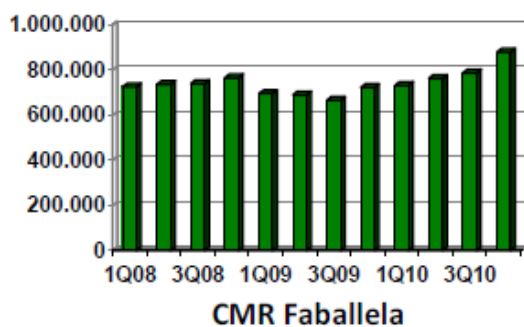
Observando el ratio de liquidez general (gráfico 2), que indica la capacidad que tiene una empresa de transformar sus activos corrientes en efectivo y cubrir sus obligaciones de corto plazo, muestra que hasta antes de develar las repactaciones unilaterales (junio 2011), La Polar se mostraba bastante líquida, lo cual tiene bastante sentido, ya que al aumentar su nivel de cuentas por cobrar (cuenta más relevante y mayor monto de los activos corrientes), y un bajo pasivo corriente, el factor es cada vez mayor, sin embargo,

luego de la salida a la luz de las repactaciones, se debieron castigar aquellos clientes vencidos, pero los niveles de pasivo corriente eran similar, lo que provoca la abrupta caída de la liquidez desde mediados del 2011. El aumento que se aprecia a finales del 2012, corresponde ahora a un aumento en la cuenta “otros activos financieros corrientes” constituida por inversiones en fondos mutuos, sin embargo los niveles de cuentas por cobrar se mantienen bajos producto de la nueva metodología para el cálculo de la estimación de incobrables mencionada con anterioridad.



De las comparaciones de crecimiento entre Empresas La Polar y otras del retail nacional, resulta llamativo que La Polar sea la única que creció constantemente durante la crisis del 2010, mientras que, las demás sufrieron una baja en el mismo periodo. Este escenario resulta bastante atractivo para los inversionistas, ya que, a pesar del momento que pasaba la economía, La Polar se mostraba adverso a lo que ocurría en el resto del mercado.





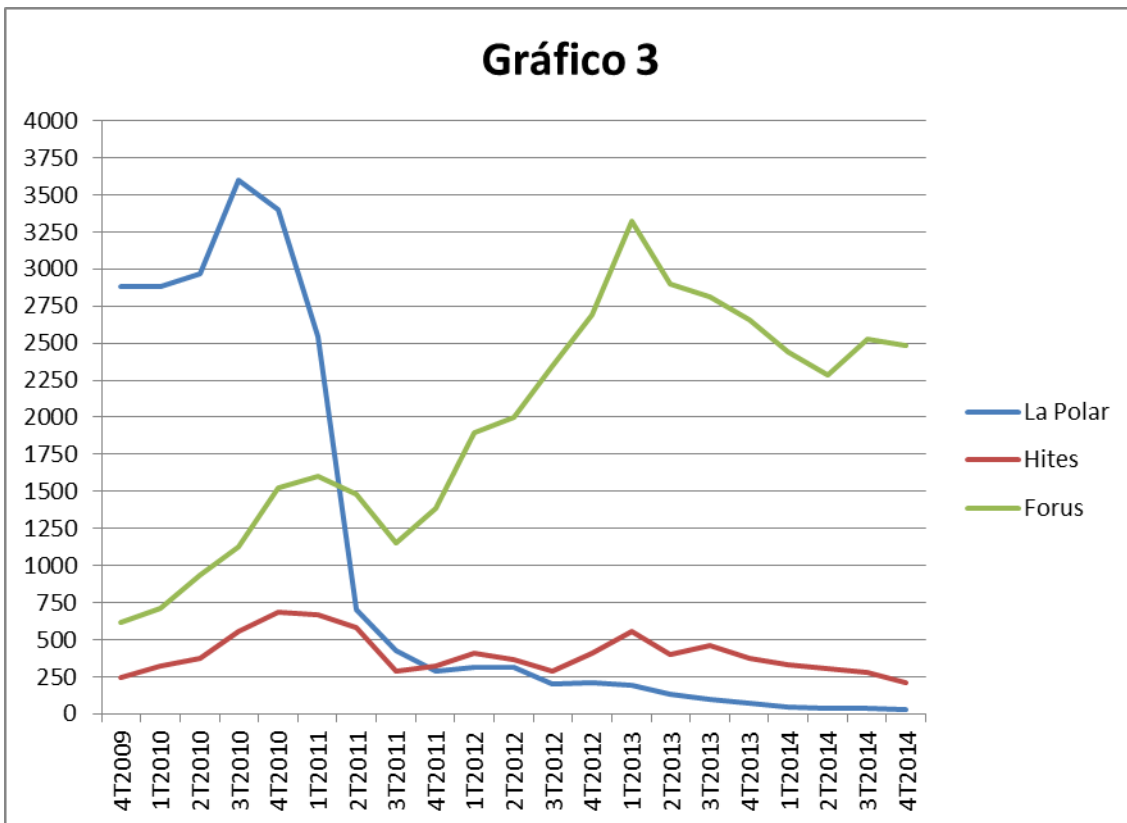
Fuente: Superintendencia de Bancos e instituciones Financieras

Tabla1

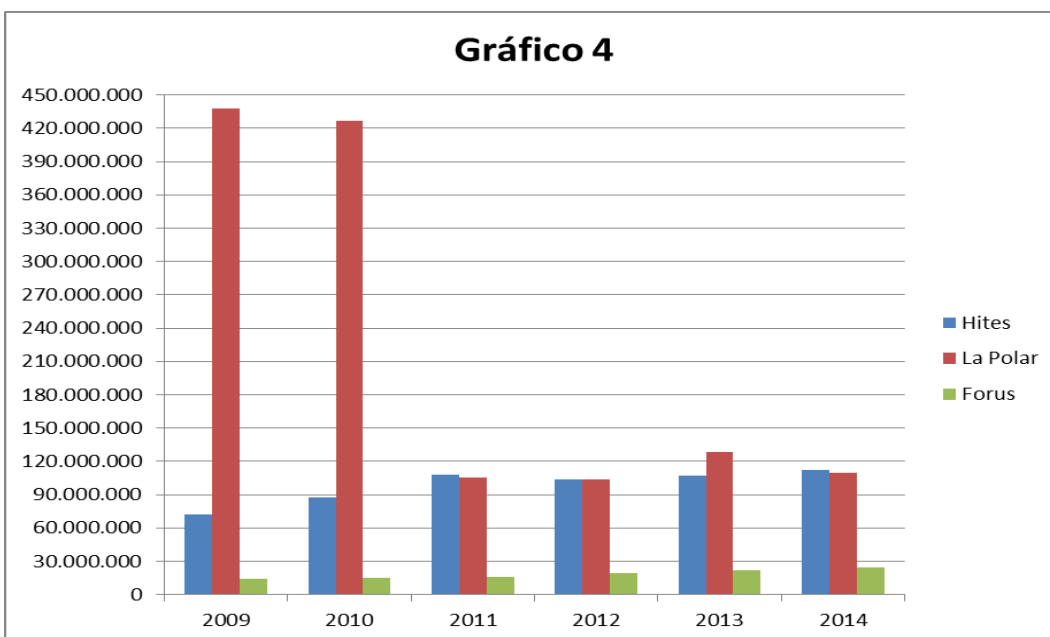
Tpo. / Op.	La Polar	Cencosud	CMR	RIPLEY
1Q08	396.294	449.191	725.457	458.485
2Q08	437.521	472.191	736.482	475.121
3Q08	476.146	471.523	739.961	474.224
4Q08	520.685	525.237	766.090	502.469
1Q09	545.734	484.873	696.212	471.682
2Q09	557.669	448.443	689.605	425.877
3Q09	577.902	405.893	666.892	330.605
4Q09	628.281	415.939	723.175	356.911
1Q10	641.625	382.802	732.272	332.923
2Q10	669.519	384.871	763.833	347.559
3Q10	701.202	378.403	787.577	353.346
4Q10	741.828	435.724	879.809	388.406

Fuente SBIF.

Al comparar el comportamiento de la acción de La Polar con otras dos (Hites y Forus) de similares características dentro del ámbito del retail, La Polar destaca en su cotización bursátil, siendo muy superior hasta el segundo trimestre del 2011 (gráfico 3), periodo en que salieron a la luz las repactaciones unilaterales, sin embargo, luego de estos hechos, su comportamiento y nivel de cotización es similar al de Hites. Forus aumenta su cotización progresivamente debido a su cambio de giro en 2011 y aumento de capital social.



Al observar la comparación de cartera de clientes entre La Polar, Hites y Forus, las cuales son de tamaño similar, como se dijo anteriormente, se aprecia como antes de iniciar la crisis, La Polar tenía altos niveles de clientes debido al sistema automático de repactación de deudores incobrables, mientras que Forus no en gran medida, ya que sus ventas son mayoritariamente al contado. Sin embargo, desde el año 2011, las carteras de La Polar e Hites, están dentro de un rango similar. (Gráfico 4).



Otro de los puntos a considerar dentro de la discusión fue la lectura de la carta de los auditores independientes en los periodos 2009-2010, en ambos casos, la empresa que auditaba era PwC, en estos periodos la firma auditora señalo que la auditorías se planifican de acuerdo a las “normas de auditoria generalmente aceptadas en Chile (NAGAS), realizando exámenes a base de pruebas, de evidencia que respaldan los montos e informaciones reveladas, la auditoría determinó que “los estados financieros consolidados presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos de acuerdo a las normas internacionales de información financiera”. Esto hace pensar que al rubro de deudores comerciales, no se le aplicaron las pruebas necesarias para obtener la evidencia suficiente para determinar que este rubro estaba libre de representaciones incorrectas debido a fraude.

CONCLUSIONES:

- Terminada la etapa de revisión y análisis de datos, se determina que la hipótesis 1 es aceptada, debido a que con un análisis sencillo de los estados financieros y el mercado en el cual está inserto Empresas La Polar (retail), se puede obtener evidencia necesaria que estaban ocurriendo hechos que no eran normales para este tipo de empresas con un tamaño similar a sus pares.
- Respecto de la hipótesis 2, también se acepta, solo aplicable a este caso. La intención de la gerencia, de otorgar incentivo a los ejecutivos con el uso de stock option, provocó un problema de agente-principal, donde los agentes privilegiaron sus propios intereses, repactando de manera unilateral la cartera de clientes aumentando el resultado financiero, logrando obtener más acciones de la empresa, las cuales posteriormente las liquidaban, así aumentaron el patrimonio personal. Sin embargo, los dueños usaron el incentivo a los gerentes, con el fin de mejorar el posicionamiento de la empresa dentro del negocio, y al mismo tiempo retener a los gerentes, ya que, estos ingresaron en un momento en que la compañía estaba en malas condiciones económicas.
- Dadas las condiciones del mercado de la época en análisis (2009-2011), se podía determinar y poner en duda la tendencia a crecer económicamente de empresas La Polar.
- Los ratios de clientes v/s ventas, y el ratio de liquidez, si bien, son solo una relación aritmética, esta entrega indicios que algo poco común está pasando

dentro de la organización, para usuarios de información externa de los estados financieros presentados y teniendo el conocimiento de las condiciones del mercado, donde

- Las Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas en Chile (NAGAs) en su sección AU 240 “Consideración de fraude en una auditoría de estados financieros” señala que “el auditor primordialmente está preocupado con un fraude que resulta en una representación incorrecta significativa en los estados financieros”. Esto siempre que la representación incorrecta surja en el proceso de preparación y presentación de financiera que resulte en información financiera fraudulenta (que era lo que ocurría en La Polar) y/o sea por apropiación indebida de activos. Esto indica que las pruebas aplicadas al rubro de clientes y deudores comerciales, no fueron las necesarias para que los auditores obtuvieran la evidencia necesaria para detectar el fraude. Hago la salvedad que la norma nombrada, fue emitida por el colegio de contadores en 2012, después de los hechos acontecidos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- La Polar. (S/I). La compañía. septiembre 1, 2015, de Empresas La Polar Sitio web: www.nuevapolar.cl/informacion-corporativa/la-compania/
- El mostrador. (junio 9, 2011). Histórica caída de La Polar en la Bolsa por mal cálculo de su riesgo crediticio. septiembre 1, 2015, de El mostrador Sitio web: <http://www.elmostrador.cl/mercados/2011/06/09/historica-caida-de-la-polar-en-la-bolsa-por-mal-calculo-de-su-riesgo-crediticio/>
- El mostrador. (julio 14, 2011). Caso La Polar: los antecedentes con los que la SVS acusó a 18 ex directivos y al auditor de la compañía. septiembre 1, 2015, de Diario El mostrador Sitio web: www.elmostrador.cl/noticias/pais/2011/07/14/caso-la-polar-los-antecedentes-con-los-que-la-svs-acuso-a-18-ex-directivos-y-al-auditor-de-la-compania/
- Superintendencia de Valores y Seguros, Estados financieros consolidados, resoluciones La Polar, consultado septiembre 1, 2015, Sitio web: www.svs.cl
- Desormeaux, P. (julio 7, 2012). La Polar I: La red de sociedades y millonarias ganancias que devela cómo los gerentes participaron del fraude. septiembre 1, 2015, de CIPER Sitio web: <http://ciperchile.cl/2012/07/03/la-polar-i-la-red-de->

sociedades-y-millonarias-ganancias-que-devela-como-los-gerentes-participaron-del-fraude/

- Gutierrez & Silva abogados. (mayo 31, 2011). Remite consultas e inquietudes sobre estado financiero de La Polar S.A. y empresas asociadas y solicita respuesta de ellas. septiembre 1, 2015, de CIPER Sitio web: <http://ciperchile.cl/wp-content/uploads/Inquietudes-sobre-Estado-Financiero-La-Polar.pdf>
- Colegio de Contadores de Chile (Septiembre 1, 2011) “Normas de Auditoria Generalmente Aceptada, Sección Au 240 Consideraciones de fraude en una auditoría de estados financieros”.
- Tarziján, J. (2003). Revisando la Teoría de la fima. septiembre 1, 2015, de sitio web autor en: <http://www.jorgetarzijan.com/wp-content/uploads/2011/04/paperabante3teorifirma1.pdf>