



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Luis Felipe Illanes Z.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

luisfelipe.illanes@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

## Corporación Universidad de Concepción

Agosto 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos	BBB+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No tiene
Estados Financieros	31 de marzo de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos Serie A	Nº 770 de 22.11.13

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	mar-15
Ingresos	193.843.532	207.071.640	210.453.926	227.072.522	46.716.514
Costo de Ventas	-135.006.172	-136.212.919	141.171.900	-149.452.302	- 29.032.304
<b>Ganancia bruta</b>	<b>58.837.360</b>	<b>70.858.721</b>	<b>69.282.026</b>	<b>77.620.220</b>	<b>17.684.210</b>
Gastos de adm. y otros por función	-47.934.515	-54.205.784	-45.155.830	-57.548.501	- 15.090.524
<b>Resultado operacional</b>	<b>10.902.845</b>	<b>16.652.937</b>	<b>24.126.196</b>	<b>20.100.063</b>	<b>2.656.066</b>
Costos financieros	-14.331.522	-17.474.461	-20.530.796	-13.180.426	- 2.735.611
<b>Ganancia</b>	<b>784.485</b>	<b>3.126.231</b>	<b>6.398.114</b>	<b>7.074.731</b>	<b>215.569</b>
EBITDA Ajustado Anualizado <sup>1</sup>	22.610.849	21.763.325	24.369.273	27.057.956	

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	mar-15
Total activos corrientes	54.705.247	53.699.598	75.294.245	81.315.458	76.959.051
Total activos no corrientes	308.492.493	323.727.960	337.316.917	361.451.021	365.993.985
<b>Total de activos</b>	<b>363.197.740</b>	<b>377.427.558</b>	<b>412.611.162</b>	<b>442.766.479</b>	<b>442.953.036</b>
Total pasivos corrientes	112.128.729	129.060.083	95.858.421	73.093.020	71.888.404
Total pasivos no corrientes	118.501.246	112.321.083	175.802.059	221.292.011	221.780.200
<b>Total pasivos</b>	<b>230.629.975</b>	<b>241.381.166</b>	<b>271.660.480</b>	<b>294.385.031</b>	<b>293.668.604</b>
Total patrimonio	132.567.765	136.046.392	140.950.682	148.381.448	149.284.432
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>363.197.740</b>	<b>377.427.558</b>	<b>412.611.162</b>	<b>442.766.479</b>	<b>442.953.036</b>
Deuda financiera total	131.450.373	131.336.204	159.025.492	155.499.133	152.524.690

<sup>1</sup> EBITDA Ajustado Anualizado: Para efectos de cumplimiento de *covenants*, el EBITDA no considera el aporte generado por el Fondo Solidario de Crédito Universitario. Fue propuesto por la Corporación para no vincular variables que no dependan de su gestión. Está definido como la suma de los rubros "Ganancia Bruta", "Provisiones-condonaciones FSCU", "Depreciación" y "Amortización de intangibles", menos "Gastos de administración" e ingresos por "Fondo Solidario de Crédito Universitario".

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La **Corporación Universidad de Concepción (UDC)** es una corporación de derecho privado sin fines de lucro domiciliada en la ciudad de Concepción y cuyo objeto principal es la de prestar servicios en el ámbito de la educación superior, particularmente universitaria; no obstante, en menor medida y por medio de filiales, abarca la esfera técnico-profesional. También, por ley, administra un sorteo de lotería cuyo excedente, junto con soportar el crecimiento propio de la actividad, sirve de apoyo financiero para la ejecución del proyecto educacional.

Si bien es una institución sin fines de lucro, ha diversificado su estructura de negocios, con el fin de maximizar sus flujos para financiar sus actividades de educación superior. Dentro de las líneas de actividad de la corporación, las empresas más relevantes desde el punto de vista financiero son **Universidad de Concepción**, Lotería de Concepción, Instituto Profesional Virgilio Gómez y las empresas que administran el patrimonio inmobiliario prescindible de la corporación, como Serpel, Administradora de Activos Inmobiliarios e Inversiones Bellavista; sin embargo, en opinión de la clasificadora, todas ellas deben ser consideradas como unidades cuyo propósito final es complementar o potenciar su eje central, que es la educación superior. Desde esta perspectiva, sumado a que se trata de una institución que efectivamente es sin fines de lucro, su propósito no es maximizar sus utilidades, sino desarrollar su propuesta educacional; por lo tanto, siendo necesario que sea excedentaria, se entiende que la evaluación no puede estar ajena a la naturaleza sin fines de lucro de la Corporación.

Según datos a diciembre de 2014, la institución genera ingresos por aproximadamente US\$ 374 millones anuales (UF 9.220.433), de los cuales aproximadamente un 45% y un 28% fueron aportados por **Universidad de Concepción** y la Lotería, respectivamente. El EBITDA ajustado de la entidad fue de US\$ 44,6 millones (UF 1.098.707) y su pasivo financiero alcanzó US\$ 256,3 millones (UF 6.314.147). En tanto, durante el primer trimestre de 2014, la Corporación generó ingresos por US\$ 74,6 millones (UF 1.897.288), con una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 243,4 millones (UF 6.194.454), un nivel de activos de US\$ 706,9 millones (UF 17.989.562) y un patrimonio de US\$ 238,3 millones (UF 6.062.859).

Importante es señalar que el programa del actual gobierno contempla modificaciones al sistema de educación superior; no obstante a la fecha es prematuro anticipar la modalidad de estas modificaciones y su ejecución en el tiempo. Con todo, **Humphreys** estima que de llevarse a cabo los cambios, es altamente probable que ellos no sean contrarios a la sostenibilidad financiera de entidades de las características de la **UDC**. Bajo este contexto, la categoría de riesgo no está afectada por la coyuntura del sector, lo cual no inhibe a que la clasificación pueda ser revisada en la medida que se vaya disponiendo de mayor información sobre esta materia. Dentro de las principales fortalezas que

dan sustento a la clasificación de los bonos de **UDC** en “*Categoría BBB+*” se ha considerado el bajo riesgo operativo de la universidad, sustentando tanto en las características propias del servicio entregado y en el sólido posicionamiento y prestigio de la institución dentro de sistema educacional chileno, particularmente en su área de influencia, la Octava Región, donde, según datos de la universidad, en los últimos años ha habido, en promedio, cuatro postulantes por vacante. Junto con ello, se reconoce como elemento positivo la elevada estabilidad de sus flujos en lo relativo a sus funciones en el campo educacional, tanto de los ingresos como de sus egresos, incluyendo tanto aquellos por concepto de matrículas como los recibidos por aporte estatal.

Complementariamente, dentro de las fortalezas de la entidad, se incorpora la solidez de la demanda por educación, explicada por la importancia que la corporación asigna a la formación superior y por el relevante rol subsidiario que cumple el Estado en el financiamiento de las matrículas, reduciendo significativamente el riesgo de incobrabilidad. Ambas situaciones permiten presumir que en el mediano plazo se mantendrá una demanda consistente con la oferta educacional de la **UDC**.

Dentro de la evaluación se incluye como un elemento positivo la estructura de la operación por cuanto, en los hechos, privilegia el pago de los bonos; esta situación, sumado a la entrega de importantes garantías en favor de los bonistas, incentiva al emisor a mantener una adecuada disciplina financiera.

La clasificación de riesgo también reconoce como favorable para la clasificación el hecho que dentro de la actividad universitaria los cambios estructurales se producen en el mediano o largo plazo. Asimismo, se incorpora en la evaluación la existencia de activos prescindibles, libres de garantías, susceptibles de ser vendidos y apoyar la liquidez de la institución.

Por otra parte, la clasificación de los títulos de deuda se ve restringida, fundamentalmente, por el elevado nivel de endeudamiento que exhibe la corporación en relación con su capacidad de generación de flujos. En efecto, el flujo de caja de largo plazo del emisor (FCLP<sup>2</sup>) sería del orden de UF 731.187 lo cual, considerando una deuda financiera (DF) de UF 6.194.454 (US\$ 243,4 millones), genera un indicador DF/FCLP de 8,5 veces, valor muy superior a lo exhibido por otras entidades de similar categoría. Asimismo, se debe tener presente que en el caso de la corporación, el flujo de caja se ve afectado negativamente por “el beneficio de renta vitalicias”, pero positivamente por la recaudación del Fondo Solidario; si con estos flujos anuales se ajusta el FCLP, se llegaría a una relación DF/FCLP ajustado cercano a 8,7 veces en el año 2021<sup>3</sup>. No obstante, vale consignar que el riesgo de cobranza y recaudación de los pagarés no es idéntico a la estabilidad de las matrículas, aranceles y aportes fiscales directos, que es el factor que permite aceptar un mayor endeudamiento relativo a la corporación.

---

<sup>2</sup> El FCLP corresponde al EBITDA Ajustado calculado por la Corporación, determinado según escritura de emisión, menos los gastos financieros, bajo el supuesto que el bono se coloca íntegramente. En la práctica, se entiende como el flujo de caja disponible para amortizar deuda, sin considerar inversiones. Representa la capacidad de la empresa para generar flujos antes de dividendos e inversiones. Debido a las diferencias contables de los estados financieros entre norma chilena e IFRS, este indicador el período 2007-2010 no es comparable con el período 2011-2012.

<sup>3</sup> Considerando la deuda financiera a diciembre de 2014, cercana a \$ 155.526 millones.

La clasificación de riesgo incorpora el hecho que el negocio de Lotería, si bien también ha sido relativamente estable y ha mostrado ser rentable en el tiempo, éste no tiene el bajo de riesgo operativo que presenta un establecimiento educacional de la calidad de la **Universidad de Concepción**. Dada la estructuración de este tipo de juegos, el negocio de Lotería no es inmune a posibles cambios legales que, si bien no pueden afectar los derechos de la corporación, si podrían reforzar la posición del Estado o, en su defecto, permitir una mayor liberalización de la actividad. No obstante lo anterior, esta situación se ve poco probable en el mediano plazo, dada la larga historia de los juegos de Lotería administrados por la Corporación.

Para la asignación de la categoría de riesgo, también se han considerado los efectos del elevado endeudamiento de la corporación, lo cual disminuye su flexibilidad financiera, sobre todo si se trata de una entidad con dificultades para llevar a cabo aumentos en su base de capital. A ello se debe agregar que los resguardos financieros establecidos en la escritura de emisión de bonos permitiría un incremento en el endeudamiento de la institución. Asimismo, la evaluación incluye el riesgo de refinanciamiento que ocasiona el perfil de pago de los bonos, consecuencia del elevado vencimiento programado para el año 2021. Este tipo de riesgo queda sujeto a las condiciones de mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento.

La dependencia del apoyo estatal al funcionamiento de la universidad tampoco es ajena al proceso de clasificación, tanto por los aportes fiscales directos como por el financiamiento de la demanda. Sin embargo, se reconoce que esta situación se enmarca dentro de políticas estatales que han persistido en el tiempo y que, a la luz de acontecimientos recientes, posibles cambios en el futuro más inmediato, en opinión de la clasificadora, debieran ser positivos para **UDC**.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la corporación ni en su nivel de endeudamiento relativo.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Bajo riesgo operativo y estabilidad de los flujos de la Universidad.
- Liderazgo consolidado a nivel nacional y regional. Liderazgo en américa latina

### Fortalezas complementarias

- Elevado nivel de apoyo estatal a sus alumnos.

### Fortalezas de apoyo

- Alto nivel de activos prescindibles, susceptibles de dejar en garantía o vender.

### Riesgos considerados

- Elevado nivel de endeudamiento (pero susceptible de administrar).
- Ingresos provenientes de Lotería, que pese a tener bajos niveles de riesgo, siguen siendo mayores a los niveles de la Universidad (reducido impacto negativo).
- Marco regulador de los juegos de Lotería, aunque con baja probabilidad de incidencia (riesgo poco probable en corto-mediano plazo).
- Riesgo de refinanciamiento.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

### Resultados 2014

Durante el año 2014, la universidad obtuvo ingresos de explotación por \$ 227.073 millones, presentando un aumento de 7,90% en relación a 2013, cuando alcanzó \$210.454 millones. Este incremento se explica principalmente por las ventas de Lotería, las subvenciones del estado y otros ingresos, partidas que crecieron en 31,8%, 21,9% y 50,3%, respectivamente, que compensaron con creces la disminución de los ingresos del fondo solidario que se redujo en un 32,6%.

Los gastos de administración y otros por función, en tanto, ascendieron \$ 58.608 millones, con un aumento de 23,6% respecto a 2013, principalmente por aumento de gastos por provisiones, remuneraciones, publicidad y rentas vitalicias, que en su conjunto totalizan un aumento de \$8.962

millones. Como consecuencia, el resultado operacional de la universidad durante el ejercicio 2014 ascendió a \$ 20.100 millones, lo que significa una baja de 16,7% respecto a 2013, cuando llegó a \$ 24.126 millones. Por su parte el resultado fuera de explotación alcanzó una cifra negativa de \$ 14.702 millones, pérdida 24% inferior a lo alcanzado en 2013, cuando se registró un valor negativo de \$ 19.259 millones, principalmente por una disminución de 35,8% en los costos financieros y aumento de 15,7% en los ingresos financieros.

Con todo, la universidad obtuvo una utilidad de \$ 7.075 millones durante 2014, aumentando en un 10,6% comparado con el año 2013, cuando registró un resultado final de \$ 6.398 millones.

### Primer trimestre de 2015

Durante el primer trimestre de 2015, los ingresos de la Corporación alcanzaron \$ 46.717 millones, siendo un 2,2% inferior a igual trimestre de 2014, debido principalmente a una disminución de 18,8% en la venta de los juegos de Lotería. Los gastos de administración y otros por función fueron un 7% superior a los registrados en el mismo período del año anterior, y se deben, en su mayoría, a mayores gastos por remuneraciones (23% superior a igual período 2014). Lo anterior derivó en una caída del resultado operacional en 46% en ese período, alcanzando \$ 2.656 millones. Por su parte, el resultado fuera de explotación alcanzó una cifra negativa de \$ 1.734 millones mejorando con respecto a los -\$ 2.110 millones de marzo de 2014, principalmente por los menores costos financieros (costo que disminuye un 18,6% con respecto a igual periodo año anterior).

Cabe destacar que la deuda financiera disminuyó en 6,5%, mientras que los costos financieros tuvieron una reducción de 19%, todo explicado por el refinanciamiento de los pasivos vía emisión de bonos.

El resultado final de la corporación fue una utilidad de \$ 216 millones, inferior en un 89% a lo alcanzado en marzo de 2014, cuando estuvo \$ 2.001 millones.

Al cierre del ejercicio del primer trimestre de 2014, la estructura del balance de la institución presentaba activos por un monto de \$ 442.953 millones, los cuales se concentran principalmente en activos fijos. Por otro lado, el pasivo exigible de la universidad alcanzaba los \$ 293.669 millones y un nivel de patrimonio de \$ 149.284 millones.

## Oportunidades y fortalezas

**Bajo riesgo operativo:** Considerando el componente de bien público que tiene la educación, sumado al estatus de la **UDC**, tanto a nivel nacional como local, permiten presumir que un bajo rendimiento financiero no sería óbice para que la institución continuara prestando los servicios que le son propios y, por ende, mantuviera su nivel ingresos por matrícula y los aportes estatales; asimismo, se le asigna mayor probabilidad que las autoridades regionales o nacionales contribuyan a dar solución a un eventual problema financiero.

**Prestigio y estatus de la UDC y posicionamiento en la VIII región:** Distintos parámetros de medición ubican a la **Universidad de Concepción** entre las tres o cuatro principales del país, y claramente como la más importante de la Octava Región. Cabe mencionar que la agencia QS, especializada en *ranking 2014* de universidades, ubicó en doceavo lugar a la **UDC** a nivel latinoamericano, siendo superada sólo por dos entidades chilenas, ambas ubicadas en la región Metropolitana. Otro indicador que da cuenta de su importancia en el ámbito universitario es su primer lugar a nivel nacional, y primera en la región, en cuanto a los aportes de Conicyt.

Por otra parte, la **UDC** presenta 95 años de historia, fuertemente ligado a la ciudad de Concepción, capital de la Octava Región. Sus labores de extensión en el área cultura, tales como colección de artes, coro y orquesta, entre otras, la transforman en una institución enraizada en la entidad de la zona.

**Estabilidad de sus flujos:** Los ingresos en el ámbito educacional están determinados, básicamente, por el número de alumnos y el valor de los aranceles, más, en el caso de una entidad como la **UDC**, por el Aporte Fiscal Directo (AFD). Prueba de la estabilidad de los ingresos, es que en los años 2013, 2014 y 2015 el número de matrículas de pregrado ascendió a, 24.254, 24.002 y 24.139 respectivamente, y los aranceles han exhibido un crecimiento muy moderado (entre 2005 y 2015 los aranceles promedio del sistema universitario aumentaron en 4,8%). Por su parte, el AFD se ha situado en torno los \$ 15.263 millones anuales. En el caso de los egresos -netos de castigos, provisiones y depreciación- alrededor del 55% corresponden a remuneraciones de académicos y personal en general.

**Fortaleza de la demanda:** Cabe destacar que la universidad presenta una relación de 3,6 veces entre postulaciones efectivas en primera opción y número de vacantes, lo que refleja la solidez de su demanda y reduce significativamente el riesgo de baja futura en las matrículas (la relación entre postulación efectiva y cupo asciende a 8,6 veces). Por otra parte, el rol subsidiario del Estado en la demanda por educación se traduce, en el caso de la **UDC**, que entre el 75% a 80% de los estudiantes financian sus estudios con mecanismos de apoyo gubernamental.

**Estructura de la operación y nivel activos prescindibles:** la operación está estructurada de manera tal que posibilita que los flujos provenientes del aporte fiscal directo y del cobro de matrículas y aranceles, se destinen como primera opción al servicio de pago de los bonos; además, se obliga al emisor a mantener una cuenta de reserva para cubrir el pago de los títulos de deuda para los siguientes doce meses. A su vez, la emisión cuenta con activos prescindibles entregados en garantía a los bonistas por UF 829.969, a los que se adicionan activos de libre disposición valorizados en UF 2.071.078.

**Fuerte competitividad en su área de influencia:** La universidad presenta un robusto nivel de infraestructura destinado al área educacional, situación que reduce la competencia en aquellas áreas con alto nivel de inversión y lenta maduración (por ejemplo, odontología, medicina y las distintas ingenierías, por mencionar algunas). Por otra parte, pese a ser por lejos la institución de mayor prestigio en la zona, sus aranceles son iguales o inferiores a los cobrados por otras entidades en



carreras equivalentes. También, cabe agregar que el solo hecho de pertenecer al consejo de rectores (universidades tradicionales), constituye una ventaja competitiva.

## Factores de riesgo

**Dependencia de los ingresos de Lotería:** Los ingresos provenientes de Lotería representaron un 28% de los ingresos totales de la Corporación en 2014, situación que la hace dependiente del comportamiento futuro de este negocio el cual, en opinión de la clasificadora, pese a tener un reducido nivel de riesgo, no presenta el bajo nivel de riesgo que se puede asignar a la universidad propiamente tal. La importancia de Lotería en el pago de la deuda queda de manifiesto en el hecho que esta unidad representa el principal generador de EBITDA de la corporación, ya que fue concebida para estos efectos.

**Riesgo regulación Lotería:** Si bien los cambios legales no pueden afectar los derechos de la corporación, si podrían reforzar la posición del Estado o, en su defecto, permitir una mayor liberalización de la actividad. Aun cuando **Humphreys** asigna una baja probabilidad a este tipo de riesgo, su eventual ocurrencia podría resultar de un elevado impacto en la capacidad de pago del emisor.

**Marco regulador universidad:** Parte importante de los ingresos de las universidades tradicionales proviene de los aportes fiscales directos, los cuales podrían verse resentidos, por ejemplo, en beneficio de los aportes fiscales indirectos, recursos a los que tiene acceso todo el sistema de educación superior. Con todo, a este riesgo **Humphreys** asigna baja probabilidad de ocurrencia.

**Estructura de financiamiento:** La estructura del bono contempla un vencimiento por UF 2.041.118 en el año 2021 (considerando intereses más amortizaciones), situación que incorpora el riesgo de refinanciamiento. Esta situación debe analizarse con el hecho que, según los resguardos del bono, a esa fecha la Corporación podría presentar una relación máxima entre pasivos financieros netos y EBITDA ajustado de 5,50 veces, sin por ello incumplir los compromisos asumidos en cuanto a cumplimiento de indicadores.

**Patrimonio sostenido sólo en base a utilidades retenidas:** Considerando la estructura legal de la institución y al hecho que es una corporación sin fines de lucro, se presume una muy baja probabilidad a posibles aumentos de capital futuros.

**Carreras de baja inversión:** Dentro del amplio universo de carreras impartidas por la universidad, existen carreras que demandan una baja inversión en infraestructura y docencia, lo que es fácil de imitar por otras instituciones de educación superior de la región y con ello aumentar la competencia. No obstante, la normativa exige la acreditación obligatoria de carreras ligadas a salud y educación, y voluntaria para el resto de carreras, lo que atenúa el impacto de una baja necesidad de inversión. Sin

embargo, el fuerte posicionamiento y alta demanda de la universidad también está presente para este tipo de carreras.

## Antecedentes generales

### Historia

La **Universidad de Concepción** es una institución de educación superior, organizada como corporación de derecho privado sin fines de lucro. Fue constituida en 1919, convirtiéndose en la tercera universidad más antigua del país. En la actualidad cuenta con más de 24.000 alumnos de pregrado, y más de 2.000 alumnos de postgrado. Imparte 91 carreras en sus tres campus ubicados en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles.

### Estructura organizacional

La Corporación es administrada por un Directorio integrado por el Rector que lo preside, con el título de presidente, y por diez Directores elegidos por la Junta de Socios, de entre sus miembros que pertenezcan a la Categoría de Socio No Académico, que no tengan negocios pendientes u otros vínculos contractuales con la Corporación, salvo Profesores Eméritos, aun cuando tengan relación laboral con ésta. Para ser elegido se requiere tener entre 30 y 75 años de edad.

Las autoridades de la universidad son las siguientes:

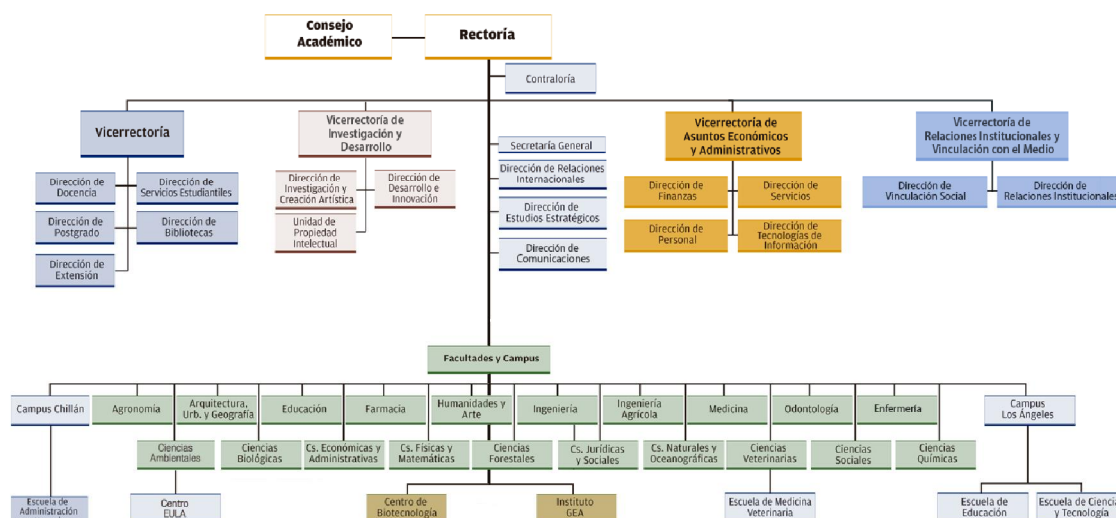
Directorio de la Corporación			
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	Sergio Lavanchy M.	Director	Luis Enriquez Q.
Director	Sergio Arevalo E.	Director	Jaime García S.
Director	Hernán Ascui I.	Director	Daniel González C.
Director	Julio Bañados M.	Director	José Miguel Ortiz N.
Director	Enrique Dávila A.	Director	Mario Parada A.
Director	Marcos Delucchi F.	Director*	Ricardo Spoerer O.
* Director hasta el 10 de julio de 2014			

CONSEJO ACADÉMICO		DIRECTORES	
Cargo	Nombre	Rectoría	
Rector	Sergio Lavanchy M.	Rel. Institucionales e Internacionales	Iván Araya G.
Vicerrectora	Bernabé Rivas Q.	Campus Chillán	Oscar Skewes R.
Vicerrector Asuntos Ecs. y Adm.	Alejandro Santa María S.	Campus Los Ángeles	Luis Hauenstein D.
Vicerrector de Inv. y Desarrollo	Carlos González C.	Centro de Biotecnología	Jaime Rodríguez G.
Vicerrector de RRII y vinculación con el medio	Jorge Rojas H.	Comunicaciones	Carlos Basso P.
Secretario General	Rodolfo Walter D.	Estudios Estratégicos	Francisco Sepúlveda L.
DECANOS		Instituto GEA	Sonia Helle J.
Agronomía	Raúl Cerda G.	Vicerrectoría	
Arq. Urbanismo y Geografía	Bernardo Suazo P.	Biblioteca	María Larenas S.
Ciencias Biológicas	Soraya Gutiérrez G.	Docencia	José Sánchez H.
Cs. Económicas y Administrativas	Juan Saavedra G.	Extensión	Soledad González S.
Cs. Físicas y Matemáticas	Roberto Riquelme S.	Postgrado	Ximena García C.
Ciencias Forestales	Manuel Sánchez O.	Servicios Estudiantiles	Sara Mendoza P.
Ciencias Jurídicas y Sociales	José Luis Diez Sch.	Vicerrectoría Asuntos Económicos y Administrativos	
Cs. Naturales y Oceanográficas	Marcus Sobarzo B.	Finanzas	Jorge Porter T.
Ciencias Químicas	Adelio Matamala V.	Personal	Christian Chavarría J.
Ciencias Sociales	Bernardo Castro R.	Servicios	Franz Dechent A.
Ciencias Veterinarias	Patricio Rojas C.	Tecnologías de Información	Ricardo Contreras A.
Educación	Oscar Nail K.	Vicerrectoría de Investigación y Desarrollo	
Farmacia	Ricardo Godoy R.	Investigación y Creación Artística	José Becerra A.
Humanidades y Arte	Alejandro Bancalari M.	Desarrollo e Innovación	Claudio Valdovinos Z.
Ingeniería	Joel Zambrano V.	Jefe Unidad de Propiedad Intelectual	Ximena Sepúlveda B.
Ingeniería Agrícola	José Luis Arumí R.	Vicerrectoría de RRII y vinculación con el medio	
Medicina	Raúl González R.	Relaciones Institucionales	Norma Pérez D.
Odontología	Alex Bustos L.	Vinculación Social	Rafael Figueroa P.
Cs. Ambientales	Ricardo Barra R.	Otras Direcciones	
		Contralor	Marcelo San Martín C.
		Jefe de Gabinete del Rector	Luis Alarcón L.
		Prosecretario General	Marco Mosso H.

Los Directores duran cuatro años en sus funciones y se renuevan por grupos de cinco, cada dos años. Este cuerpo colegiado superior dispone de un reglamento para su funcionamiento.

Por su parte, el Consejo Académico Superior es el organismo encargado de formular y evaluar la política universitaria en lo académico y de velar por su cumplimiento. Está integrado por el Rector, el Vicerrector, los Decanos y un representante estudiantil (con derecho a voz, pero no a voto). El Secretario General de la Universidad es quien actúa como ministro de fe.

A diciembre de 2014, la estructura orgánica de la universidad está conformada de la siguiente manera:



## Antecedentes del sistema de educación superior

El sistema de educación superior chileno se compone de universidades tradicionales<sup>4</sup>, universidades privadas, institutos profesionales (IP) y centros de formación técnica (CFT), lo que puede apreciarse en el gráfico siguiente:



El sistema de educación superior, junto con mostrar un fuerte crecimiento en el número de matrículas en todos sus niveles, ha evidenciado una tendencia a una mayor concentración por centros de estudios, aun cuando persiste un número elevado de ellos, en particular en lo que se refiere a universidades. El siguiente cuadro muestra la evolución del sistema en ese período<sup>5</sup>:

<sup>4</sup> Nombre que usualmente se nomina a aquellas universidades que forman parte del consejo de rectores; en contraposición a la que no pertenecen y que se les denomina informalmente como "universidades privadas".

<sup>5</sup> Según datos del Ministerio de Educación.

	N° instituciones		Total matriculados		N° alumnos por institución (promedio)	
	1990	2015	1990	2015	1990	2015
Universidades	60	59	131.702	642.073	2.195	10.883
Institutos Profesionales	81	40	40.006	368.981	494	9.225
Centros de Formación Técnica	161	41	77.774	141.071	483	3.441
<b>Total</b>	<b>302</b>	<b>140</b>	<b>249.482</b>	<b>1.152.125</b>	<b>826</b>	<b>8.229</b>

Dentro del apoyo estatal al ámbito universitario, existen diversos aportes, directos o indirectos, desde el Estado a los establecimientos de educación superior; entre ellos destacan los aportes basales,<sup>7</sup> consistentes, entre otros, por el aporte fiscal directo e indirecto. El Aporte Fiscal Directo (AFD), corresponde a recursos que son entregados exclusivamente a universidades que, como la Universidad de Concepción, pertenecen al Consejo de Rectores. También existe el Aporte Fiscal Indirecto, el cual está disponible para todo el sistema educacional y está asociado al número de matriculados con mayores puntajes en la Prueba de Selección Universitaria; asimismo, existen los créditos con aval del Estado y fondos concursables para investigación. A continuación se presenta la participación de las universidades tradicionales, tanto en AFD como en AFI:

Universidad	AFD 2015 <sup>6</sup> Total M\$	Participación AFD año 2015	AFI 2015 Total M\$	Participación AFI año 2015
U. de Chile	37.559.904	19,0%	4.875.293	26,8%
P.U. Católica de Chile	23.953.964	12,1%	4.841.177	26,6%
<b>U. de Concepción</b>	14.535.174	7,3%	1.537.084	8,4%
U. Técnica Federico Sta. Maria	11.187.661	5,7%	1.457.241	8,0%
U. de Santiago	11.980.813	6,1%	1.121.528	6,2%
P.U. Católica de Valparaíso	11.329.071	5,7%	1.028.354	5,6%
U. Austral	9.142.171	4,6%	525.215	2,9%
U. de Valparaíso	3.856.998	1,9%	523.638	2,9%
U. de la Frontera	7.335.435	3,7%	378.716	2,1%
U. de Talca	12.974.533	6,6%	358.075	2,0%
U. Católica del Norte	9.037.545	4,6%	321.235	1,8%
U. Metropolitana	4.329.408	2,2%	216.594	1,2%
U. Católica de Maule	2.012.070	1,0%	173.160	1,0%
U. de Bio Bio	4.974.651	2,5%	148.792	0,8%
U. C. de la Santísima Concepción	1.354.826	0,7%	145.065	0,8%
U. de la Serena	4.103.703	2,1%	141.051	0,8%
U. de Antofagasta	3.710.718	1,9%	85.720	0,5%
U. Tecnológica Metropolitana	3.759.956	1,9%	75.113	0,4%
U. Católica de Temuco	1.437.143	0,7%	50.601	0,3%
U. de Atacama	1.665.559	0,8%	45.870	0,3%
U. de Magallanes	1.935.728	1,0%	41.283	0,2%
U. de Playa Ancha	2.378.278	1,2%	37.413	0,2%
U. de Tarapacá	8.260.372	4,2%	36.410	0,2%
U. Arturo Prat	2.454.090	1,2%	27.809	0,2%
U. de Los Lagos	2.594.328	1,3%	27.522	0,2%
<b>Total</b>	<b>197.864.099</b>	<b>95%</b>	<b>18.219.959</b>	<b>100%</b>

<sup>6</sup> Última información disponible, según información entregada por la corporación, durante 2015 la universidad recibirá AFD equivalentes a \$ 15.236 millones.

<sup>7</sup> Los aportes basales se encuentra definidos por la Ley Orgánica Constitucional de Educación (LOCE), cuyos recursos se han incrementado, en promedio, en un 5% real anual en los últimos dos años. De acuerdo a lo señalado por la emisora, los fondos destinados a este propósito se mantendrían con un crecimiento real del 5% durante el mediano plazo.

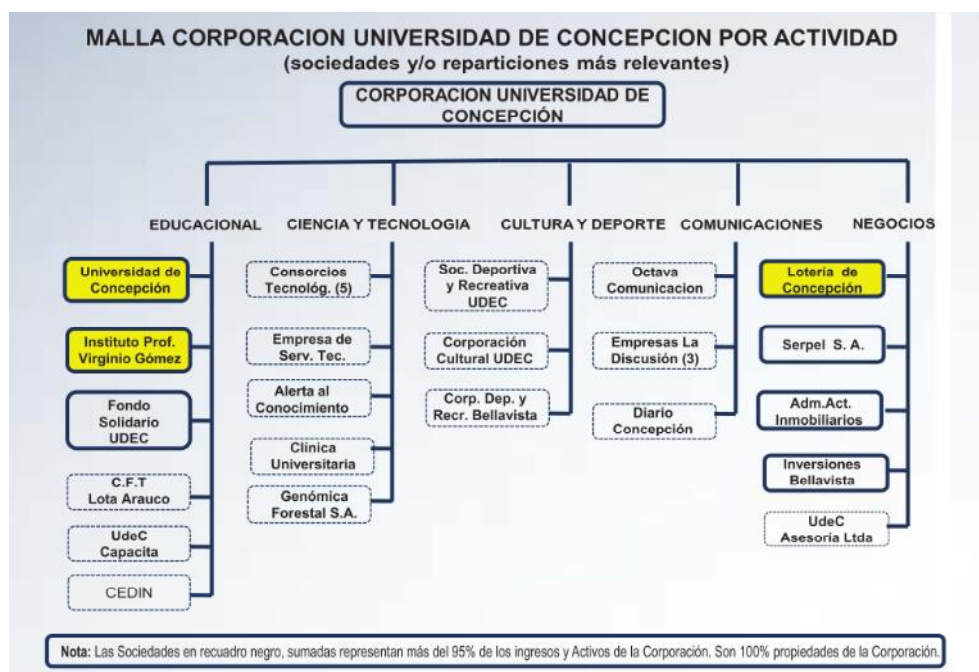
La **Universidad de Concepción** tuvo 26.392 alumnos matriculados durante 2014, distribuidos tanto en carreras de pregrado como de postgrado (92% y 8% del total de matrículas, respectivamente). A nivel de pregrado, durante 2014 concentró el 3,8% del total de matrículas universitarias del país (cifra que sube a 8,0% si se considera solo las matriculas de las universidades tradicionales). A nivel de programas de postgrado, la universidad concentra un 4,0% de las matrículas por ese concepto en Chile.

Los alumnos matriculados de la universidad han aumentado a una tasa en torno al 4,5% durante el período 2010 - 2015, inferior al crecimiento de 13,7% experimentado por el sistema universitario en ese mismo período. Adicionalmente, el incremento de alumnos matriculados ha sido inferior al resto de universidades pertenecientes al Consejo de Rectores, que acrecentaron su nivel de matrículas en un 13,5% en ese período.

Como se estableció más arriba, el aporte fiscal directo corresponde a una asignación que entrega el Estado, basada principalmente en el aporte histórico, modificándose ligeramente año a año en función de resultados de gestión de la institución. Dado que **Universidad de Concepción** es una de las instituciones más antiguas y tradicionales del país, es una de las que más aportes recibe del Estado, situación que se repite si se considera el aporte fiscal indirecto, lo que da cuenta de la capacidad de la institución de atraer estudiantes destacados y de su buen posicionamiento en el país y la región.

## Antecedentes de la institución

La **Corporación Universidad de Concepción** es propietaria, además de la universidad, de una serie de filiales, dentro de las que se pueden mencionar Lotería de Concepción, Instituto Profesional Virginio Gómez y Centro de Formación Técnica Lota - Arauco, entre otras, las que se pueden ver en el siguiente cuadro:



## Lotería de Concepción

La Lotería de Concepción fue fundada en 1921 con el fin de generar fondos y apoyar a la **Universidad de Concepción**. Actualmente comercializa los siguientes productos: KINO y sus juegos complementarios IMÁN, Kino5, Raspes, BOLETO Lotería y Tarjetas de Prepago para jugar en [www.loteria.cl](http://www.loteria.cl).

La universidad está autorizada por ley para mantener, realizar y administrar un sistema de sorteos. Bajo este contexto, el derecho otorgado a la universidad no puede ser revocado por la vía administrativa y sólo podría ser caducado o rescindido mediante una ley especial de *quorum* calificado que por su carácter expropiatorio implicaría indemnizar a la universidad por el daño patrimonial causado. Los ingresos de Lotería de Concepción ascendieron a \$ 13.006 millones a marzo de 2015, representando una disminución de un 18% con respecto al mismo periodo año anterior. Asimismo los costos de Lotería fueron de \$ 5.948, un 22% menor en comparación al primer trimestre año anterior. Finalmente lo anterior sumado a otros resultados, entrega un resultado final por \$ 3.286 millones a la corporación, representando una disminución de un 26% con respecto a marzo de 2014.

## Instituto Profesional Virginio Gómez

El Instituto Profesional Virginio Gómez es una Institución de Educación Superior Autónoma, privada y acreditada. Fue creada en 1989, en honor al doctor Virginio Gómez, uno de los creadores de **Universidad de Concepción**, con el objetivo de preparar profesionales para las áreas de ingeniería en ejecución y tecnologías en construcción.

Actualmente cuenta con más de 10.000 alumnos, distribuidos en más de 40 carreras, en tres sedes ubicadas en Concepción, Chillán y Los Ángeles.

## Antecedentes de la Universidad

La universidad cuenta con tres campus, ubicados en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles en los que alberga más de 26.500 alumnos, distribuidos en 91 carreras de pregrado, 58 programas de magister, 28 programas de doctorado y 31 especialidades en el área salud. Durante 2014 se matricularon cerca de 5.000 alumnos dentro de los programas de pregrado, y cerca de 739 alumnos en postgrado.

Los alumnos de pregrado matriculados en 2015 alcanzaron un puntaje promedio de 582,17<sup>8</sup> puntos en la PSU (592,7 en los últimos seis años). La mayoría de sus alumnos cursa carreras relacionadas con el área tecnología (22,8%), salud (19,2%) y educación (15,5%). Cerca del 78% del alumnado tiene algún tipo de ayuda económica, ya sea a través de becas o créditos (solidario, y con aval del estado).

Por su parte, en 2014, **Universidad de Concepción** contó con una planta de 1.309 académicos dedicación normal equivalente, de los cuales un 75% cuenta con estudios de postgrado.

A continuación se presenta una tabla resumen con aspectos relacionados con la universidad durante el año 2014:

Área	Matriculas	
	Pregrado	Postgrado
Administración y Comercio	6,74%	7,64%
Agricultura, Silvicultura, Pesca y Veterinaria	9,00%	6,66%
Arte y Arquitectura	2,81%	0,00%
Ciencias	7,26%	17,16%
Ciencias Sociales	8,95%	10,62%
Derecho	4,51%	2,75%
Educación	15,5%	7,57%
Humanidades	3,25%	8,35%
Salud	19,20%	21,90%
Tecnología	22,82%	17,35%
<b>Totales</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## Zona de influencia

La Región del Bio Bio, donde se encuentra la universidad, cuenta con una superficie de 36.068,7 km<sup>2</sup>, donde residen 2.100.494 habitantes, que representan cerca de un 12% de la población del país, convirtiéndola en la segunda región más poblada de Chile. Está dividida en cuatro provincias (Arauco, Bio Bio, Concepción y Ñuble), siendo la Provincia de Concepción la más importante.

<sup>8</sup> Promedio matemáticas y lenguaje.



En 2015, la educación superior en la Región del Bio Bio estaba compuesta por seis centros de formación técnica, catorce institutos profesionales, y dieciséis universidades, que totalizaban más de 136.700 alumnos<sup>9</sup>, según se observa en el siguiente cuadro:

Universidad	Matrícula Total	Instituto Profesional	Matrícula Total	Centro de Formación Técnica	Matrícula Total
Adventista de Chile	1.811	Adventista	8	Proandes	880
Andrés Bello	4.681	AIEP	8.960	CEDUC – UCN	537
Bolivariana	1.432	De Los Ángeles	591	Los Lagos	155
U.C. de la Santísima Concepción	11.991	De Los Lagos	439	INACAP	7.913
De Aconcagua	240	Del Valle Central	3.546	<b>Lota-Arauco</b>	<b>1.961</b>
<b>De Concepción</b>	<b>24.139</b>	Diego Portales	2.300	Santo Tomás	5.610
De Las Américas	4.080	Duoc UC	6.088		
Del Bio Bio	11.148	Guillermo Subercaseaux	416		
Del Desarrollo	4.644	INACAP	4.178		
Pedro de Valdivia	1.933	IPEGE	1.820		
San Sebastián	10.331	La Araucana	1.417		
Santo Tomás	3.875	Providencia	1.701		
Técnica Federico Santa María	2.900	Santo Tomás	3.776		
Tecnológica de Chile INACAP	4.338	<b>Virginio Gómez</b>	10.300		
De la Republica	1.623				
Central de Chile	4				
<b>Total Universidades</b>	<b>89.170</b>	<b>Total I.P.</b>	<b>45.540</b>	<b>Total C.F.T.</b>	<b>17.056</b>

Como se puede apreciar, la Corporación concentra el 24,0% de las matrículas de educación superior de la región, y tanto **Universidad de Concepción**, como el Instituto Profesional Virginio Gómez son líderes en cada uno de los formatos en que opera, concentrando el 27,1% y 22,6% de las matrículas de la región respectivamente. Esto sin considerar que CFT Lota-Arauco es el tercer centro de formación técnica de la región en cuanto a número de alumnos. También, cabe señalar que en la zona estas instituciones destacan por el prestigio y trayectoria de su propuesta educativa.

La **Universidad de Concepción** está enfocada en programas relacionados con las áreas de tecnología, salud y educación principalmente, que representan la mayor parte de sus matrículas y del sistema de educación superior de la región.

<sup>9</sup> Datos de 2012 del Consejo Nacional de Educación.

Área	Nivel nacional		Región del Bio Bio		
	Total Educ. Superior	Total Universidades	Total Educ. Superior	Total Universidades	Total UDC
Administración y Comercio	20,7%	13,5%	14,6%	9,1%	6,7%
Arte y Arquitectura	4,4%	4,4%	2,3%	2,7%	2,8%
Ciencias	1,6%	2,5%	1,5%	3,1%	7,2%
Ciencias Sociales	6,6%	9,4%	6,0%	8,7%	8,9%
Derecho	2,7%	5,8%	2,0%	4,2%	4,5%
Educación	11,0%	13,2%	14,8%	17,7%	15,5%
FFAA, Orden y Seguridad	0,7%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%
Humanidades	1,0%	1,8%	0,8%	1,6%	3,2%
Agricultura, silvicultura, pesca y veterinaria	22,0%	2,9%	2,0%	2,9%	8,9%
Salud	17,3%	23,4%	19,9%	24,1%	19,2%
Tecnología	31,9%	23,0%	34,3%	25,9%	22,8%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

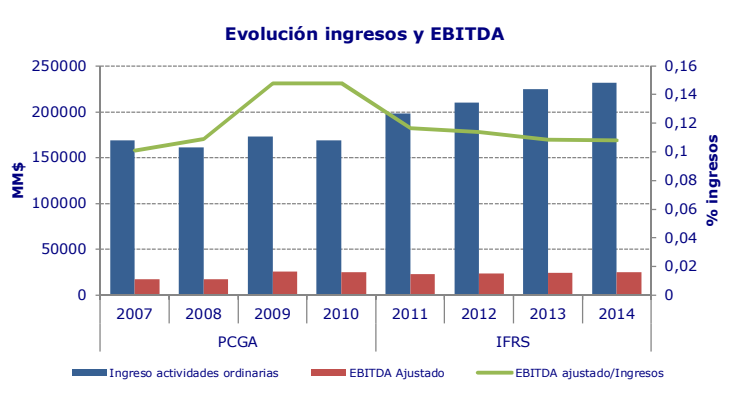
## Evolución financiera

A contar del año 2012, **Universidad de Concepción** muestra sus estados financieros bajo normativa contable IFRS, con cifras comparables al período 2011. La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2015, con datos anualizados.

## Evolución ingresos

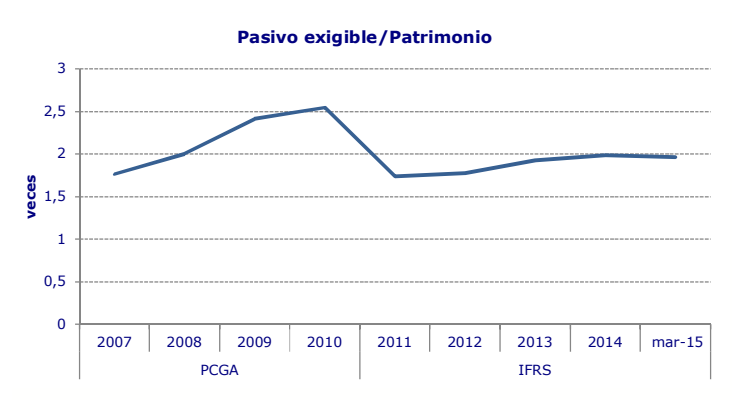
Los ingresos de la universidad se han mantenido relativamente estables, con un fuerte incremento en 2011, aun cuando no son directamente comparables con aquellos registrados en 2010, a consecuencia del cambio en la presentación de estados financieros. Durante el 2014, los ingresos de la corporación aumentaron un 7,9% respecto al año anterior. El EBITDA<sup>10</sup> en tanto, alcanzó \$ 25.057 millones, un 2,8% superior respecto al período anterior, variación inferior al experimentado por los ingresos, lo que se debe básicamente por gastos de administración más elevados, impulsados por un mayor nivel de provisiones, honorarios y rentas vitalicias.

<sup>10</sup> Considerando la metodología de cálculo de EBITDA ajustado utilizada por la corporación, corregido a marzo de 2014.



## Endeudamiento y liquidez

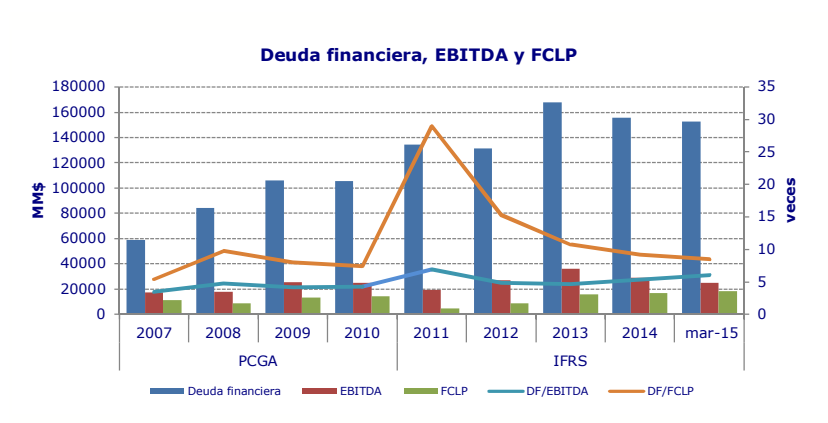
El nivel de endeudamiento -medido como pasivo exigible sobre patrimonio- se mantuvo constante con tendencia a estabilizarse, alcanzando dos veces entre marzo de 2013 y 2015. La disminución en el endeudamiento relativo registrado en 2011 se debe al cambio en la normativa contable de presentación de los estados financieros a IFRS que se tradujo en un fuerte aumento en el valor del patrimonio de la corporación, al cambiar su valoración desde valor histórico a valor justo.



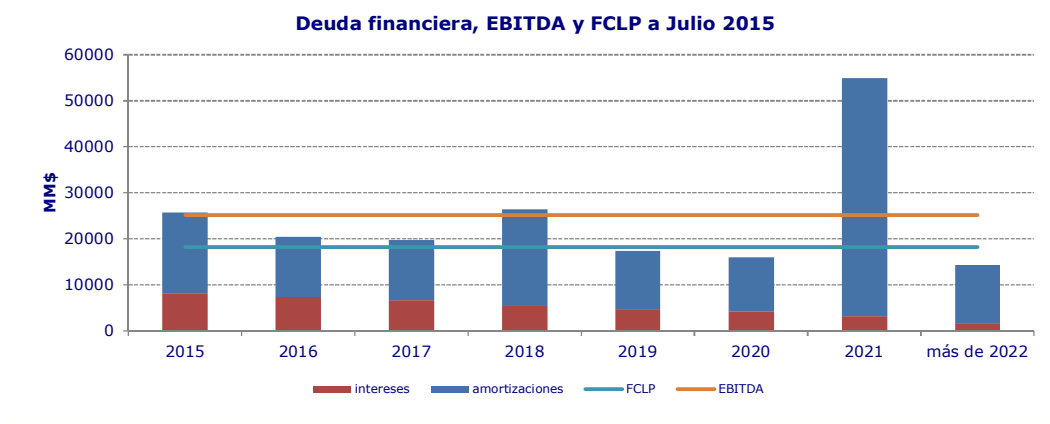
El endeudamiento de la universidad -medido como la relación entre su deuda financiera y el EBITDA- se mantuvo en promedio en 4,1 veces en el período 2007-2010 bajo norma PCGA, aumentando a 5,8 veces en 2011 cuando, como consecuencia del cambio en la normativa contable a IFRS, otras cuentas se clasificaron como deuda financiera. En marzo de 2015, esta razón alcanzó las 6,1 veces, superior a las 5,4 veces registradas en diciembre de 2014, y se debe a la disminución del 13% en el EBITDA anualizado, producto en gran parte al alza en los gastos de administración exhibidos por la institución en el último periodo.

En cuanto al indicador **Humphreys** -deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo (FCLP, que considera el promedio del flujo de caja disponible antes de inversiones, en función de los niveles de

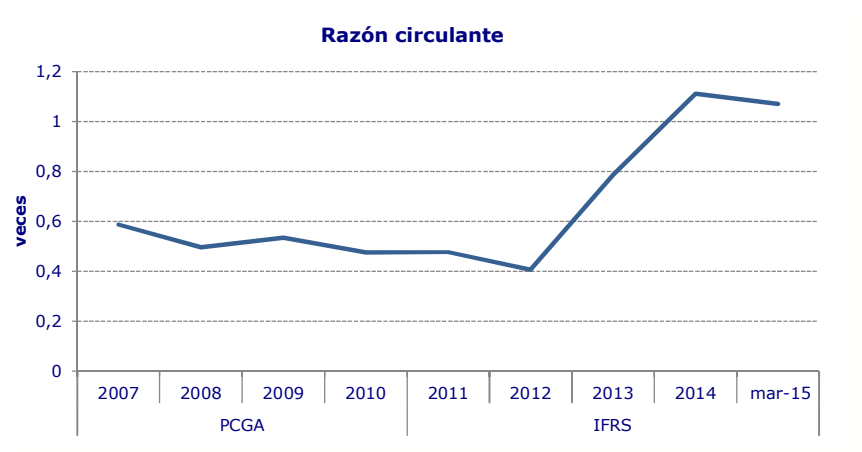
rentabilidad alcanzados históricamente por la universidad) se ubicó en 9,2 veces durante el año 2014, inferior a las 10,3 veces registradas en 2013. En el periodo comprendido entre marzo de 2014 y marzo de 2015 el ratio bajó a 8,5 veces, principalmente debido al descenso de la deuda financiera exhibida en el último periodo.



Con posterioridad a la colocación del bono por UF 4.200.000, la deuda financiera de **Universidad de Concepción** está estructurada, en sus siete primeros años, con pagos aceptables en relación su nivel de EBITDA, salvo para los años 2015 y 2018 en los que refinanciando una pequeña proporción se podría hacer frente a las obligaciones. Por otra parte se considera que en el año 2021 se deberá refinanciar en su oportunidad.

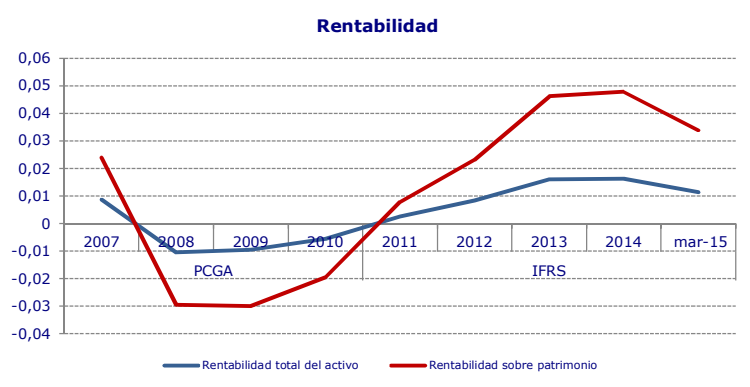


Durante el año 2013 la liquidez de la corporación aumentó considerablemente desde 0,41 veces en diciembre de 2012 a 1,07 veces a marzo de 2015, principalmente debido a la reestructuración financiera realizada en los últimos años.



## Rentabilidad

Desde el año 2011, los resultados de la corporación han mejorado en comparación con a los años anteriores, exhibiendo resultados positivos. Ese mismo año, y producto del cambio en la presentación de los estados financieros, la valorización de los activos se incrementó en un 75% (como se mencionó anteriormente, por cambio en la normativa contable a IFRS, desde 2011 se empezó a contabilizar el activo fijo de la institución a valor justo, a diferencia de la contabilización a valor histórico), lo que impactó en los niveles de rentabilidad. En marzo de 2015, la rentabilidad de los activos alcanzó 1,1% (50 pb por debajo que mismo periodo año anterior), mientras que la rentabilidad sobre patrimonio fue de 3,4%, presentando una variación negativa de 130 pb comparándolo a marzo año 2014. Durante el período analizado, la ganancia de la universidad alcanzó \$ 216 millones, un 89% inferior respecto a 2014.



## Covenants financieros

Covenants Financieros **UDEC** según Segunda Escritura Rectificatoria al contrato de emisión de Bonos:

### Nivel de endeudamiento inferior a:

2,45 veces	: Al 31-dic-2013 y 30-jun-2014
2,25 veces	: Al 31-dic-2014 y 30-jun-2015
1,95 veces	: Al 31-dic-2015 y 30-jun-2016
1,75 veces	: Al 31-dic-2016 y 30-jun-2017
1,60 veces	: Al 31-dic-2017 y 30-jun-2018
1,50 veces	: Desde el 31-dic-2018 en adelante

Valor dic-14 : 1,96 veces

### Pasivo financieros netos/EBITDA ajustado inferior a:

9,5 veces	: Al 31-dic-2013 y 30-jun-2014
9,0 veces	: Al 31-dic-2014 y 30-jun-2015
8,0 veces	: Al 31-dic-2015 y 30-jun-2016
7,5 veces	: Al 31-dic-2016 y 30-jun-2017
7,0 veces	: Al 31-dic-2017 y 30-jun-2018
6,5 veces	: Al 31-dic-2018 y 30-jun-2019
6,0 veces	: Al 31-dic-2019 y 30-jun-2020
5,5 veces	: Desde el 31-dic-2020 en adelante

Valor dic-14 : 5,00 veces

### EBITDA ajustado/Gastos financieros superior a:

1,1 veces	: Al 31-dic-2013 y 30-jun-2014
1,5 veces	: Al 31-dic-2014 y 30-jun-2015
1,6 veces	: Al 31-dic-2015 y 30-jun-2016
1,8 veces	: Al 31-dic-2016 y 30-jun-2017
1,9 veces	: Al 31-dic-2017 y 30-jun-2018
2,1 veces	: Al 31-dic-2018 y 30-jun-2019
2,3 veces	: Al 31-dic-2019 y 30-jun-2020
2,5 veces	: Desde el 31-dic-2020 en adelante

Valor dic-14 : 2,40 veces

## **Definiciones:**

**Nivel de Endeudamiento:** Corresponde a la relación de Endeudamiento medido como cociente entre Pasivos Financieros netos y Patrimonio Ajustado.

**Pasivos Financieros Netos:** Corresponde a la suma de las cuentas denominadas "Otros pasivos financieros, corrientes" y "Otros pasivos financieros, no corrientes" de los Estados Financieros, menos el rubro "Subtotal para garantizar operaciones de financiamiento" contenido en la nota "Efectivo y equivalentes al efectivo" de los Estados Financieros.

**Patrimonio Ajustado:** Corresponde a la cuenta denominada "Patrimonio total" de los Estados Financieros, menos los rubros "Pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario, corriente y "Pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario, no corriente" contenidos en la nota "Administración de riesgos que surgen de Instrumentos financieros" de los Estados Financieros.

**EBITDA Ajustado:** Corresponde a la suma de los rubros "Ganancia bruta" más (i) "Provisiones-condonaciones FSCU" y "Depreciación" y "Amortización de Intangibles" contenidos en los costos de explotación en la nota "Apertura de Resultados Integrales" de los Estados Financieros; y, (ii) "Depreciación" y "Amortización de Intangibles" contenidos en los "Gastos de administración" en la nota "Apertura de resultados Integrales" de los Estados Financieros, menos los rubros "Gastos de Administración y "Fondo Solidario de Crédito Universitario" contenido en la nota de "Ingresos Ordinarios" de los Estados Financieros, todos referidos al periodo de los últimos doce meses.

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*