



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Contactos
Carlos García B.
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 224335200
carlos.garcia@humphreys.cl
elisa.villalobos@humphreys.cl

Ficha Técnica:

Las universidades como eventuales emisores

Enero 2015

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

Las características propias de las universidades, al menos aquellas con prestigio dentro de su área de influencia, permiten presumir que son entidades con un riesgo más que adecuado para inversionistas institucionales, en especial, en bonos securitizados emitidos por estas entidades y respaldados con sus flujos futuros, cuya estructuración financiera permite mitigar significativamente los riesgos de administración. En el mercado nacional ya existe la experiencia de los títulos de deuda respaldados por matrículas y aranceles futuros emitidos por las universidades Diego Portales y de Concepción. Ambos instrumentos fueron clasificados por **Humphreys**.

Las universidades: Sujetos de bajo riesgo

La profundización del mercado chileno requiere de una mayor diversidad de entidades que emitan títulos de deuda, lo que favorecería tanto a los inversionistas (con mayores alternativas para conformar su cartera de activos y diversificar los riesgos) como a los emisores (con financiamiento a largo plazo a tasas comparativamente favorables). Dentro de este contexto, en opinión de **Humphreys**, existe una serie de instituciones educacionales con posibilidades de participar en el mercado de valores, en particular vía emisión de bonos securitizados respaldados con flujos futuros.

De acuerdo con la experiencia de **Humphreys** –que ya ha clasificado la solvencia de un número importante de Universidades, incluyendo emisores de bonos corporativos y entidades que securitaron el flujo futuro de sus aranceles–, algunos establecimientos educacionales pueden ser sujetos de créditos de bajo riesgo, sobre todo si mediante un proceso de securitización de flujos futuros se controlan los riesgos de administración.

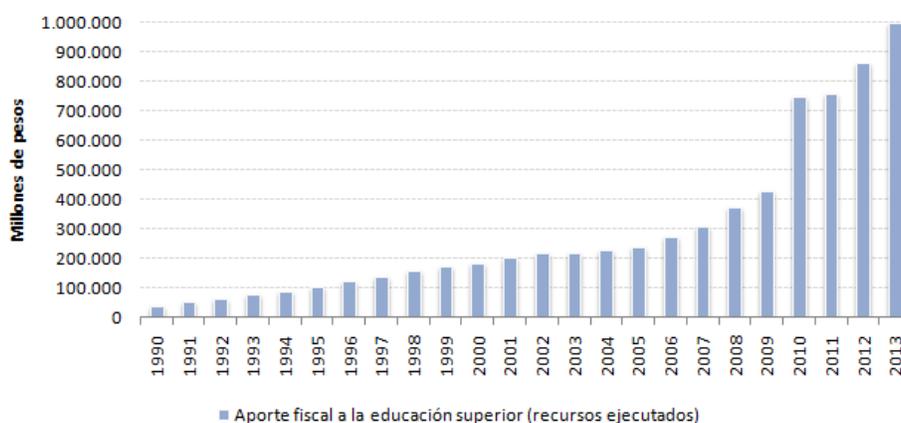
Con todo, para efecto de evaluación de este tipo de entidades, se tiene que tener en consideración que la ley las define como “organizaciones sin fines de lucro”, situación que implica que su función no es maximizar utilidades. Sin embargo, esto no inhibe la necesidad de exigir un balance sano.

El conocimiento que tiene **Humphreys** del sector le permite visualizar tres instancias necesarias para obtener un bajo riesgo crediticio: i) aspectos naturales del sector; ii) aspectos propios de la entidad; y iii) securitización de flujos futuros.

i) Aspectos naturales del sector

La educación, en particular la universitaria de calidad, presenta una elevada valorización dentro de la comunidad, situación que es permanente en el tiempo y que contribuye a la solidez y estabilidad de la demanda (número de matrículas). Por ello, en este sector son relevantes los recursos públicos que el Estado entrega a la Educación Superior y que corresponden a un conjunto de transferencias de fondos asignados a los estudiantes y/o a las instituciones. Entre 1990 y 2013, las transferencias fiscales a la educación superior han mostrado tasas de crecimiento anual promedio de 16,3%, e independiente del gobierno de cada período, nunca han mostrado contracciones, tal como se muestra en la Ilustración 1. Si bien durante el lapso mostrado el financiamiento educacional ha atravesado por cambios estructurales, lo cierto, es que en los últimos tres años el financiamiento fiscal ha crecido cerca de un 10% anual.

Ilustración 1
Financiamiento fiscal a la educación
(En millones de pesos corrientes)



De esta manera las instituciones, al captar las fuentes de financiamiento del Estado, aminoran la dependencia a fuentes más sensibles a los vaivenes económicos. No obstante, si en algún momento se modifica o se restringe el acceso al financiamiento estatal (como es el caso del rechazo en la acreditación y la consecuente pérdida de alumnos nuevos con CAE), esto provoca reducciones abruptas en el nivel de matrículas y resiente la capacidad de generar flujos.

Adicionalmente, las universidades tienen costos y gastos de operación sumamente estables y predecibles en el tiempo, con un gran peso de sus componentes fijos. Por un lado, el crecimiento de los costos y gastos de la operación bordean el 7% anual. Por otra parte, en promedio en el sistema universitario, el 69% de este ítem corresponde a remuneraciones.

ii) Aspectos propios de la entidad

El prestigio de una institución universitaria contribuye a una demanda firme en aquellos establecimientos que cuentan con esta cualidad. Es por esto que uno de los criterios para evaluar el bajo riesgo crediticio o la viabilidad de largo plazo de una universidad es el estatus o prestigio de la misma. Un elemento que refrenda la solidez de la demanda en estas instituciones es la relación entre las vacantes ofrecidas por cada universidad y el número de postulaciones que el estudiante realiza a cada casa de estudios. Según el reporte realizado bajo el Sistema Único de Admisión publicado por el Consejo de Rectores, la relación entre postulaciones válidas y las vacantes ofrecidas por las universidades adscritas¹ al sistema fue de 5,8 postulaciones por vacante en el proceso finalizado en 2014 (ver Anexo I). Con esto, se reduce significativamente el riesgo de baja futura en las matrículas, lo que puede establecer una solidez de la demanda y otorgarle un grado de certeza a los ingresos futuros.

Además, el sistema universitario en su conjunto ha presentado un crecimiento promedio anual de las matrículas igual a 4,1% entre 2006 y 2014. Durante ese mismo período, el sistema no ha presentado contracciones en el número de matriculados.

La condición de la universidad –si pertenece al CRUCH (comúnmente llamadas “tradicionales”) o si está fuera del Consejo de Rectores (usualmente citadas como “privadas”), es lo que determinará el peso del arancel² en el total de los ingresos. En las universidades del CRUCH los

¹ Corresponde a las universidades del CRUCH y a las universidades privadas adscritas al sistema único de admisión.

²El pago por aranceles corresponde al pago directo de los alumnos o a través de becas o créditos que financia el Estado.

aranceles representan cerca del 45% de los ingresos; en las “privadas” es, como mínimo, el 68%. De esta manera, independiente del tipo de institución, los aranceles representan un ítem relevante dentro de los ingresos, que se robustece a medida que la demanda por matrículas en ella sea estable (que depende fuertemente del prestigio de la institución).

Por otra parte, en general, estas instituciones presentan un bajo nivel de endeudamiento relativo al EBITDA, presentando alrededor del 60% de los establecimientos una relación inferior a las 3 veces. Ello permite presumir que existe capacidad de contraer deuda para abordar el financiamiento de inversiones futuras.

iii) Securitización de flujos futuros: permite control en el uso de los excedentes del establecimiento educacional

Los procesos de securitización de flujos futuros permite que los patrimonios separados puedan acceder a los ingresos de las entidades que ceden sus flujos y, mediante este expediente, administrarlos, provisionando así oportunamente el pago de los bonos en cada vencimiento. Una vez cubierto el pago periódico, y los gastos del patrimonio separado, se transfieren los excedentes a la universidad.

Adicionalmente, el administrar los flujos de una entidad permite que el patrimonio separado retenga parte de los excedentes en la medida que la universidad comience a exhibir un comportamiento administrativo-financiero que pueda conllevar a un debilitamiento de su capacidad de pago. Esta acción es un fuerte incentivo a mantener una gestión racional.

Asimismo, dado que al momento de modificar y corregir las conductas consideradas nocivas para su solvencia financiera, los excedentes que retiene el patrimonio separado son devueltos a la universidad, la institución tiene los estímulos necesarios para tomar acciones correctivas.

En la práctica, considerando que el patrimonio separado puede afectar la liquidez de la entidad que vende los flujos, esta última requiere alinear sus objetivos con las necesidades de los bonistas. Vale la pena recalcar que el hecho de que las instituciones educacionales de prestigio tengan una elevada estabilidad en sus ingresos, significa que el mayor riesgo radica en realizar desembolsos que no sean compatibles con su generación de flujos.

También es importante señalar que el proceso de securitización, en comparación con otros procesos (creación de fondos o entregar los flujos en garantía), logra un traspaso efectivo y eficaz de la propiedad de los flujos futuros, con la mayor seguridad y certeza jurídica que entrega la ley N° 18.045 (ley del mercado de valores).

Con todo, toda estructuración de flujos futuros, para que sea efectiva, debe disponer, además, de un procedimiento que permita la transferencia directa de los ingresos al patrimonio separado, sin intermediación de la universidad.

Ventajas para las universidades

La mayor transparencia que exigen los procesos de securitización y la evaluación permanente a que se someten las entidades que venden sus flujos futuros, actúan como instancias de control que contribuyen positivamente al fortalecimiento de una administración profesional.

Por otra parte, el acceso al mercado de valores, junto con diversificar las fuentes de financiamiento, mejora la posición negociadora con el sistema bancario, disminuye el costo de la deuda e incrementa las alternativas de plazo de los pasivos. Asimismo, la securitización de flujos futuro representa el primer paso para a futuro poder emitir un bono corporativo.

Anexo I – Postulaciones por vacante

Esta tabla representa aquellas postulaciones que cumplen con los distintos criterios según carrera y/o universidad. Cabe señalar que el número de postulaciones es mayor al total de postulantes, puesto que cada postulante puede inscribir hasta diez postulaciones.

Universidad	Vacantes	Postulaciones válidas	Postulaciones por vacante
Pontificia U. Católica de Chile	4.478	19.463	4,3
Pontificia U. Católica de Valparaíso	2.685	14.801	5,5
U. Adolfo Ibáñez	1.750	7.927	4,5
U. Alberto Hurtado	1.378	6.777	4,9
U. Andrés Bello	8.950	44.865	5,0
U. Arturo Prat	885	3.572	4,0
U. Austral de Chile	2.648	16.897	6,4
U. Católica de la Santísima Concepción	1.740	10.831	6,2
U. Católica de Temuco	2.185	10.133	4,6
U. Católica del Maule	1.430	8.308	5,8
U. Católica del Norte	1.854	9.830	5,3
U. de Antofagasta	1.230	5.991	4,9
U. de Atacama	1.100	4.077	3,7
U. de Chile	4.744	27.602	5,8
U. de Concepción	5.012	37.345	7,5
U. de La Frontera	1.988	13.411	6,7
U. de La Serena	1.800	9.236	5,1
U. de Los Andes	1.247	7.907	6,3
U. de Los Lagos	805	3.657	4,5
U. de Magallanes	725	1.494	2,1
U. de Playa Ancha	1.505	8.639	5,7
U. de Santiago de Chile	3.560	31.115	8,7
U. de Talca	1.790	12.511	7,0
U. de Tarapacá	1.770	6.049	3,4
U. de Valparaíso	2.767	17.844	6,4
U. del Bío-Bío	2.145	13.190	6,1
U. del Desarrollo	2.113	15.991	7,6
U. Diego Portales	2.655	17.819	6,7
U. Finis Terrae	926	6.548	7,1
U. Mayor	3.155	22.901	7,3
U. Metropolitana de Ciencias de la Educación	1.070	4.193	3,9
U. Técnica Federico Santa María	3.475	21.455	6,2
U. Tecnológica Metropolitana	1.885	8.792	4,7

Fuente: Consejo de Rectores

Anexo II – Características de las emisiones de universidades

Universidad de Concepción – Vigente	
Emisor	Corporación Universidad de Concepción
Nemotécnico	BUDC-A
Serie inscrita	A
Moneda	U.F.
Monto	UF 4.200.000
Plazo (años)	8
Tasa de emisión	5,9% anual
Rescate anticipado	Sí
Garantías	Sí
<i>Duration</i> vigente	4,19 años
Usos	Refinanciar
Fecha de colocación	18-dic-13
Fecha de vencimiento	10-nov-21
<i>Spread</i> colocación	3,92%
<i>Spread</i> últimas transacciones	4,14%
Clasificación de riesgo	BBB+ Tendencia Estable