

Diversos / Perú
Análisis de Riesgo
**Primer Programa de Bonos
Institucionales de la Universidad
de San Martín de Porres (USMP)**
Ratings

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Bonos Estructurados	AA (pe)	AA+ (pe)	29/05/2006

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

(S/. MM.)	Dic-10	Dic-09
Ingresos	351	323
EBITDA	48	38
Flujo de Caja Operativo (CFO)	53	44
Deuda Financiera Total	75	63
Caja y valores líquidos	31	40
Deuda Financiera / EBITDA (x)	1.6	1.7
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	0.9	0.6
EBITDA / Gastos Financieros (x)	6.1	4.3

Fuente: USMP

Analistas

 Hugo Cussato
 (511) 444 5588
hugo.cussato@aai.com.pe

 Javier Canchano G.
 (511) 444 5588
javier.canchano@aai.com.pe
Fundamentos

La clasificación de riesgo otorgada a los Bonos Garantizados de la Universidad de San Martín de Porres está sustentada principalmente por lo siguiente:

- a) La sostenibilidad de sus ingresos.- la cual se ve reflejada en el crecimiento del alumnado y en la política de la Universidad por la cual los alumnos deben estar al día en los pagos para poder dar los exámenes finales, lo cual desalienta la mora.
- b) La política de reinversión.- A diferencia de las instituciones con fines de lucro, la USMP no reparte dividendos, por lo que su generación de flujo de caja es reinvertida en nuevos proyectos para la Universidad, tales como: nuevos locales, mejora en infraestructura, tecnología y mejora en la calidad del servicio.
- c) El volumen de sus operaciones.- La USMP es la universidad privada con mayor número de alumnos a nivel nacional. Dichos alumnos se encuentran distribuidos en ocho facultades y 20 carreras, lo que le permite diversificar sus ingresos. En términos de ingresos, la facultad que más contribuyó fue la de Ciencias de la Comunicación, Turismo, Hotelería y Psicología, con el 19.3% del total de los ingresos.
- d) Las garantías otorgadas.-
 - Cesión sobre derechos de flujos futuros.- La misma que, al cierre del 2010, representó el 74.1% del total de ingresos que genera la institución.
 - Garantía parcial de la International Finance Corporation (IFC).- Dicha garantía es por el 30% del *outstanding* de la deuda de bonos y tiene carácter de incondicional e irrevocable. Sin embargo, en caso sea ejecutada la garantía, el IFC compartiría con los tenedores de bonos *pari passu*, los derechos de cobro por las obligaciones de la USMP.
 - Cuenta de reserva.- La cual asciende a US\$776 mil (5% del principal emitido) y representó el 18.0% del *outstanding* de los bonos a diciembre 2010.

Entre los factores limitantes del rating están: i) la situación deficitaria de algunas facultades; ii) la sensibilidad relativa de los ingresos, dada la sensibilidad del alumno medio ante la situación económica; iii) el incremento de costos relacionados a la enseñanza y gastos administrativos; y, iv) la mayor competencia ante el incremento de universidades que se enfocan en el mercado objetivo de la USMP. No obstante, AAI considera que la probabilidad de incumplimiento es baja dada la adecuada cobertura de los flujos anuales sobre el *outstanding* de la deuda y la proximidad de su vencimiento. Asimismo, la USMP mantiene una sólida posición competitiva en virtud de la mayor demanda por servicios universitarios y las inversiones que realiza para mejorar la calidad y expandir sus servicios.

■ **Resumen de la Estructura**

La presente estructura consiste en una emisión corporativa garantizada por la cesión de los flujos generados y cuentas por cobrar de seis facultades a un fideicomiso que sirve de garantía para el pago de los bonos institucionales de la USMP hasta por US\$30 millones. Adicionalmente, cuenta con una garantía parcial del IFC.

■ **Perfil del Emisor**

La Universidad de San Martín de Porres (USMP) es una institución privada sin fines de lucro, con autonomía académica, administrativa, económica y normativa en el marco de la ley vigente. Fue creada mediante el Decreto Supremo N° 28 el 16 de mayo de 1962 (ratificado con la Ley N°23733). Se rige por las Leyes N° 23733, 24387 y 24391; así como por el DL N°882, su propio Estatuto, actas de sesiones de Asamblea y de Consejo Universitario y por sus directivas internas.

A diferencia de una empresa con fines de lucro, el Gobierno Corporativo es un tema muy sensible y vulnerable en una Universidad, dado que los principales cargos son asumidos por un proceso electoral a un plazo determinado, lo cual no necesariamente asegura una continuidad en los objetivos de largo plazo ni tampoco la plena identificación con los objetivos de la Institución.

Al cierre del 2010, la USMP contaba con ocho facultades y 20 escuelas.

Facultad	Escuela
1. CC. Administrativas y Recursos Humanos	Administración
	Negocios Internacionales
	Recursos Humanos
	Marketing
2. CC. CC Turismo y Psicología	Ciencias de la Comunicación
	Turismo y Hotelería
	Psicología
3. CC. Contables, Económicas y Financieras	Contabilidad
	Economía
4. Derecho	Derecho
5. Ingeniería y Arquitectura	Ingeniería de Comp. y Sistemas
	Ingeniería Electrónica
	Ingeniería Industrial
	Ingeniería Civil
	Ingeniería en Industrias Alimentarias
6. Medicina Humana	Arquitectura
	Medicina Humana
7. Obstetricia y Enfermería	Obstetricia
	Enfermería
8. Odontología	Odontología

Fuente: USMP

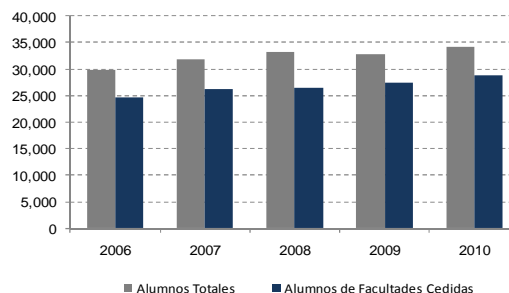
Adicionalmente, se tiene: i) 42 programas de maestría, además de nueve programas de doctorado; ii) el Instituto de Gobierno, el cual se dedica a la investigación y ofrece tres maestrías y un programa de doctorado; iii) el Instituto del Arte, que cuenta con las carreras de dirección, educación e interpretación musical; iv) el Centro de Idiomas; y, v) la Universidad Virtual, que ofrece programas de maestría y doctorado.

La Universidad cuenta además con el *Club Deportivo Universidad de San Martín de Porres S.A.*, el cual participa en la primera división de fútbol profesional. A diciembre 2010, el CDUSMP presentaba un déficit patrimonial de S/. 26.6 millones; sin embargo, la USMP ha efectuado provisiones por casi el 100% del valor en libros de dicha inversión. En ese sentido, el menor valor patrimonial de dicha inversión no afecta el valor registrado en los EEFF de la USMP a diciembre 2010.

La USMP registró 34,272 alumnos matriculados al cierre del 2010, considerando las unidades de pregrado y postgrado de las escuelas en Lima y de la Filial Norte, además de los alumnos del Instituto de Gobierno. Así, respecto del cierre del 2009, el número de alumnos se incrementó en 5.2%.

Cabe señalar que, a excepción del 2009, la Universidad ha mostrado un crecimiento sostenido en el alumnado, de tal modo que para el período 2006-2010, el crecimiento promedio fue de 3.6% anual. Asimismo, al cierre del 2010 el número de alumnos de las facultades cedidas al fideicomiso representó el 84.3% del total.

Evolución del Número de Alumnos

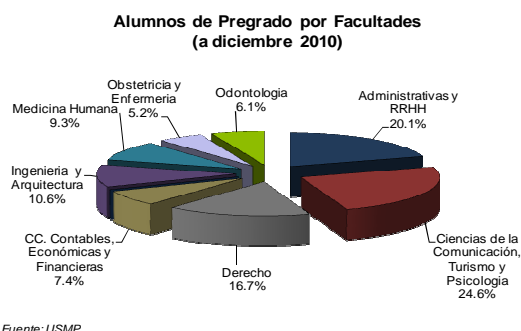


Fuente: USMP

A nivel pregrado, el número total de alumnos fue de 32,007 (+3.3% con respecto del 2009). Destacan la Facultad de Ciencias de la Comunicación, Turismo y Psicología y la Facultad de Ciencias Administrativas y Recursos Humanos, que representaron el 24.6 y 20.1% del número de alumnos de pregrado, respectivamente.

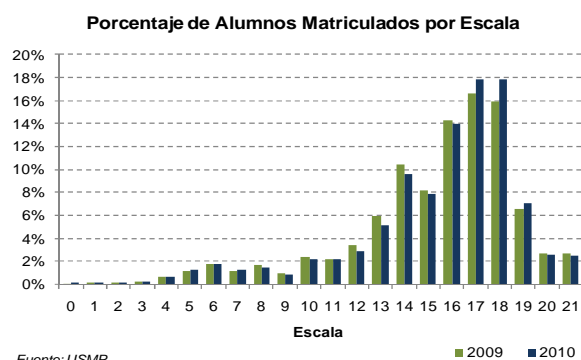
Lo anterior se encuentra ligado al número de postulantes que la Universidad pueda atraer cada año, lo que dependerá de su posicionamiento y las campañas que realice. Al respecto, cabe decir que la USMP muestra un número importante de postulantes cada año, dada la adecuada percepción con la que cuenta en sus sectores objetivo. Así, durante el 2010, el número total de postulantes

ascendió a 10,084, de los cuales ingresaron 9,999, los mismos que se encuentran distribuidos entre las diferentes facultades.



La principal fuente de ingresos de la Universidad proviene de las pensiones mensuales por derechos de enseñanza cobradas a los alumnos. Así, éstos dependen del posicionamiento que tenga en el mercado y los costos de las mensualidades para los alumnos, de acuerdo con el número de créditos en que se inscriban. De tal modo, la USMP cuenta con un amplio rango de escalas para alumnos de diferentes niveles de ingreso. Además, se debe señalar que, como parte de la política de la Universidad, el costo del crédito académico se incrementa en 5% el segundo semestre académico de cada año, lo que asegura la sostenibilidad de sus ingresos.

A diciembre 2010, la USMP contaba con un total de 22 escalas que van desde la 0 (S/. 776 por crédito semestral) hasta la 21 (S/. 126 por crédito semestral) para la sede de Lima. Asimismo, se ofrecen becas integrales, becas parciales y recategorización, siendo dichos beneficios excluyentes.



Si bien la Universidad cuenta con un amplio rango de escalas de pensiones, dado el segmento al que se orienta, la mayor parte de los alumnos se encuentra en las escalas de menor costo por crédito. Así, el 46.2% (47.9% en el 2009) de los alumnos se ubican en las cinco escalas de menor costo por crédito y el 88.4% (87.5% en el 2009) en las diez últimas escalas de menor costo por crédito.

No obstante, esto se ha visto compensado por el crecimiento del alumnado que ha mostrado la universidad en los últimos años.

Asimismo, el ratio alumnos por docentes se ubicó en 9.1x en el 2010, estando cerca del estándar a nivel internacional, el mismo que se ubica alrededor de 12.0x.

■ Posición Competitiva

En los últimos años el sistema universitario, compuesto por el conjunto de universidades, tanto públicas como privadas, ha tenido un gran crecimiento y expansión. Así, de acuerdo a cifras oficiales, en el 2010 existía un total de 98 universidades entre públicas y privadas a nivel nacional, las cuales ofrecen 162 carreras profesionales.

Se puede observar que el incremento se produjo, principalmente, por la creación de universidades privadas. Así, en los últimos años las universidades privadas representaron alrededor del 60% del número total de universidades. De igual modo, todos los departamentos del Perú cuentan con al menos una universidad pública.

No obstante, el incremento acelerado en el número de universidades evidencia notables diferencias entre la calidad de la enseñanza, la calidad de su gestión, la inversión en infraestructura y tecnología y la empleabilidad de sus egresados. Así, de acuerdo al INEI, el 46.7% de jóvenes con educación superior completa trabaja en una ocupación que requiere un menor nivel de formación que el adquirido.

En este sentido, muchas instituciones utilizan la acreditación como una forma de asegurar la calidad. La acreditación funciona como instrumento para demostrar que se cuenta con los suficientes recursos físicos, humanos y financieros que permitan cumplir con los objetivos para la cual la entidad que la busca ha sido creada.

Así, en los últimos años el mercado de universidades se ha caracterizado por: i) una fuerte competencia; ii) el incremento de los servicios ofrecidos; iii) un ratio de mora relativamente bajo; y, iv) la variada calidad de la enseñanza o valor de marca.

En el caso, de la USMP, ésta cuenta con un posicionamiento importante en el mercado universitario peruano, así como también siempre está presente en los rankings de las principales universidades del país. Lo anterior, en razón de

sus constantes inversiones en: la calidad del servicio, calidad docente, infraestructura y tecnología, las cuales forman parte de su estrategia. Así, la Universidad cuenta con una clínica obstétrica y una clínica odontológica, en donde los alumnos de la Facultad de Obstetricia y Enfermería y los alumnos de la Facultad de Odontología ejercen prácticas acompañados de profesionales, atendiendo al público en general y a los miembros de la comunidad universitaria.

La USMP es la universidad con mayor extensión en el país, así, en términos de área total de terrenos y edificaciones, la USMP cuenta con 419,134 metros cuadrados y 20 hectáreas donadas por el Gobierno Regional de Lambayeque en el 2005 para desarrollar allí un hospital universitario. Sus instalaciones incluyen: 11 complejos universitarios, dos clínicas, cuatro auditorios, un coliseo cerrado, laboratorios, bibliotecas y la Filial Norte ubicada en el departamento de Lambayeque.

A comienzos del 2003, la USMP creó la Oficina de Acreditación, acorde con su objetivo de obtener la acreditación internacional para cada una de sus escuelas. A la fecha ha logrado las siguientes acreditaciones:

Facultad	Escuela	Acreditaciones
1. CC. Administrativas y Recursos Humanos	Administración	Association of Collegiate Business Schools and Programs (ACBSP) European Council for Business Education (ECBE)
	Negocios Internacionales	
	Recursos Humanos	
2. CC. CC Turismo y Psicología	Ciencias de la Comunicación	Consejo Latinoamericano de Acreditación de Escuelas de Periodismo (CLAEP)
	Turismo y Hotelería	Organismo Acreditador de la Organización Mundial de Turismo (TEDQUAL)
	Psicología	Association of Collegiate Business Schools and Programs (ACBSP)
3. CC. Contables, Económicas y Financieras	Contabilidad	Association of Collegiate Business Schools and Programs (ACBSP) European Council for Business Education (ECBE)
	Economía	
4. Derecho	Derecho	Agència per a la Qualitat del Sistema Universitari a Catalunya (AQU)
	Ingeniería de Comp. y Sistemas	ASIN / ABET
5. Ingeniería y Arquitectura	Ingeniería Electrónica	Accreditation Board for Engineering and Technology (ABET)
	Ingeniería Industrial	
6. Medicina Humana	Medicina Humana	Red Internacional de Evaluadores (RIEV)

Fuente: USMP

A lo anterior, se suma que en el 2005 se firmó y puso en marcha el Convenio de Doble Titulización con el Consorcio de Universidades Francesas E-Miage, representadas por la Universidad de Orleans.

■ Temas Regulatorios

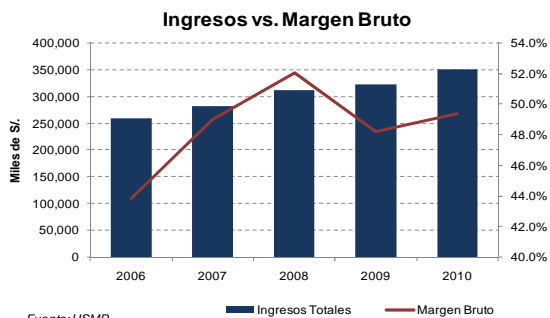
La USMP se encuentra regulada por lo dispuesto en la Ley N° 23733 (“Ley Universitaria”), que señala que las universidades nacen, se fusionan o se suprimen por ley y son personas jurídicas de derecho privado sin fines de lucro, las cuales pueden organizar institutos, escuelas, centros y otras unidades con fines de investigación, docencia y servicio. Asimismo, la Ley establece que las utilidades que pudiesen resultar al término de un ejercicio económico deberán reinvertirse a favor de la universidad o en becas de estudios, quedando expresamente prohibida la distribución de las utilidades generadas entre sus miembros.

En el artículo N° 19 de la Constitución Política del Perú, se establece que las universidades gozan de inafectación de todo impuesto directo e indirecto que afecte los bienes, actividades y servicios propios con finalidad educativa y cultural. Sin embargo, ello no incluye a los ingresos que por ley sean calificados como utilidades, para los cuales puede establecerse la aplicación del impuesto a la renta. No obstante, el D.L 882 señala que las universidades privadas constituidas bajo la forma jurídica a que se refiere la Ley Universitaria, se encuentran exoneradas del impuesto a la renta hasta el 31 de diciembre 2011.

El 2 de julio del 2005, el Congreso de la República promulgó la Ley N° 28564, restituyendo el tercer párrafo del artículo 5° de la Ley N° 23733, mediante la cual se prohíbe la creación de nuevas filiales de universidades públicas y privadas, fuera del ámbito departamental de su sede principal. Lo anterior va en contra de los planes de expansión regional de la USMP. Sin embargo, para las filiales fuera del ámbito departamental de su sede principal que ya fueron autorizadas a funcionar (bajo el amparo de la Ley N° 27504), éstas estarán sujetas a ratificación por el Concejo Nacional para la Autorización de Funcionamiento de Universidades, siendo este el caso de las filiales del Centro y Sur de la USMP.

■ Desempeño Financiero

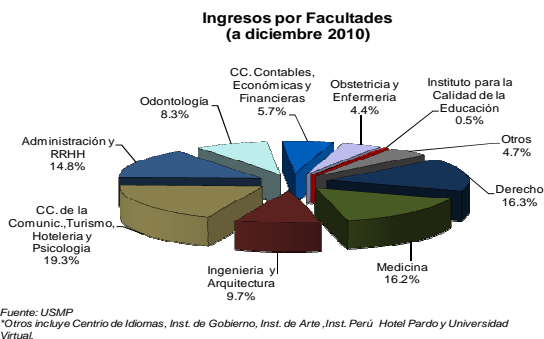
La USMP ha mostrado una tendencia de crecimiento en sus ingresos en los últimos años, lo que se ha fundamentado en: i) el incremento gradual en el costo de los créditos de enseñanza; ii) la exigencia a los alumnos de llevar una carga mínima de 12 créditos por ciclo; y, iii) la generación de otros ingresos relacionados, como es el caso de los centros de idiomas, clases virtuales, entre otros. Así en el período 2006-2010, los ingresos crecieron en promedio 7.9% anualmente.



En el 2010, los ingresos ascendieron a S/. 350.9 millones, con lo que se registró un crecimiento de 8.8% respecto del 2009. Esto se explica fundamentalmente por el incremento en el número de alumnos y la política mencionada de incrementar sostenidamente los precios del crédito de enseñanza.

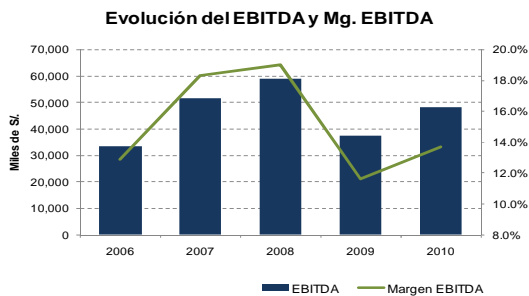
En términos de margen bruto, la Universidad ha mostrado una ligera recuperación con respecto del 2009, pasando de 48.2 a 49.3%. Si bien no se ha vuelto al nivel del 2008, se evidencia una mejora con respecto de períodos anteriores. Así, a pesar de que los costos de enseñanza ascendieron a S/. 177.7 millones y se incrementaron en 6.3% con respecto del 2009, fundamentalmente por mayores gastos de personal y la ampliación del número de docentes contratados para atender el mayor número de alumnos, éstos representaron un menor porcentaje de los ingresos totales.

Cabe mencionar que durante el 2010 las facultades que tuvieron mayor participación en los ingresos generados fueron: Ciencias de la Comunicación, Turismo y Psicología (19.3%) y Derecho, con el (16.3%).



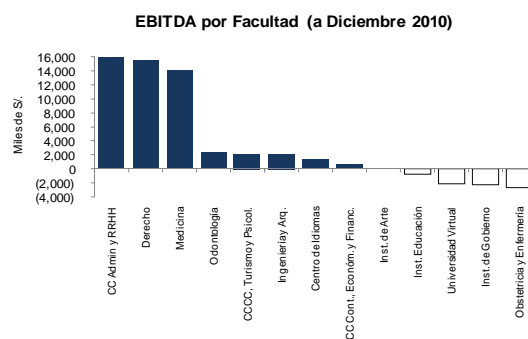
Por su parte, los gastos administrativos se incrementaron en 6.5%, alcanzando S/. 146.8 millones. Lo anterior debido a mayores compras (adquisición de software y suministros), mayor personal administrativo y un incremento en el costo de los servicios prestados por terceros (servicios de mantenimiento, limpieza, entre otros). En términos relativos el peso que representaron los gastos administrativos se redujo con respecto del 2009, sin embargo, dicha participación aún se encuentra por encima de años anteriores.

Consecuentemente, el EBITDA generado en el 2010 tuvo un crecimiento de 28.2%, lo que se explica principalmente por el incremento en los ingresos y la mayor depreciación del período. De igual modo, el margen EBITDA se incrementó de 11.6 a 13.7%. No obstante, se debe mencionar que el nivel de ambos indicadores aún es menor que el de períodos pasados (2007-2008).



La Universidad cuenta con algunas facultades que generan pérdidas operativas, sin embargo, el bajo desempeño de éstas es compensado con los ingresos generados por las demás facultades. Así, al cierre del 2010 registraron las mayores pérdidas operativas: Obstetricia y Enfermería (S/. 3.8 millones), Ciencias de la Comunicación, Turismo y Psicología (S/. 3.7 millones), el Instituto de Gobierno (S/. 2.4 millones) y la Universidad Virtual (S/. 2.1 millones). Por otro lado, las de mayor desempeño fueron las de Ciencias Administrativas y Recursos Humanos (S/. 14.7 millones), Derecho (S/. 12.5 millones) y Medicina (S/. 10.6 millones). Así, de manera conjunta, el resultado operativo de las facultades fue de S/. 25.1 millones (S/. 17.6 millones en el 2009).

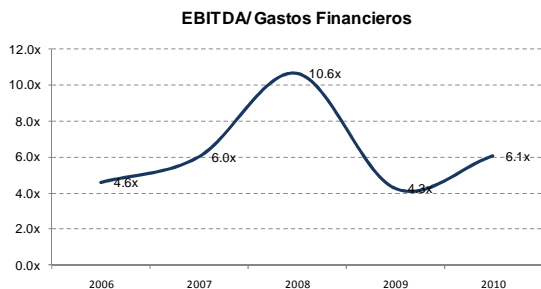
De igual manera, el EBITDA por facultades mostró un comportamiento similar, si bien las pérdidas de algunas facultades se vieron mitigadas.



Durante el 2010, los gastos financieros ascendieron a S/. 8.0 millones, lo que muestra una reducción de 9.8% con respecto del 2009. Si bien los gastos por intereses se incrementaron en el 2010, la pérdida por instrumentos financieros derivados fue mucho menor, pasando de S/. 3.1 millones a S/. 0.7 millones. Lo anterior se explica debido a que durante el año se decidió pre-cancelar dos contratos *swap* que la Universidad mantenía con el BBVA Banco Continental: uno

sobre el saldo de las cuotas de los Bonos Institucionales por US\$15 millones y otro sobre un préstamo otorgado en octubre 2008 por S/. 15.2 millones.

De tal modo, la cobertura de gastos financieros, medida como EBITDA/gastos financieros, fue de 6.1x (4.3x en el 2009).

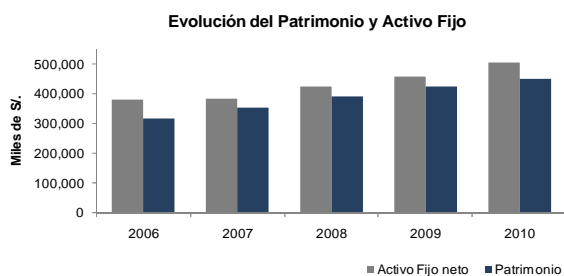


Fuente: USMP

Cabe señalar que si bien en el 2010 se logró un resultado operativo más favorable que el del 2009, la utilidad neta disminuyó de S/. 31.4 a S/. 26.5 millones entre el 2009 y el 2010 (-18.2%). Esto principalmente debido a que en el 2009 se tuvieron ingresos por recupero de provisiones relacionadas a cuentas que mantenía con el CDUSMP por S/. 14.0 millones, mientras que en el 2010 éstos fueron de S/. 0.3 millones. Así, el ROE del período fue de 6.1% (7.7% en el 2009).

■ Estructura de Capital

La USMP suele reinvertir los excedentes netos de caja, lo cual se refleja en el incremento sostenido de activos fijos y en su mayor valor patrimonial. La Universidad ha invertido anualmente un promedio de S/. 47.8 millones en nuevas construcciones, adquisiciones y mejoras, en el período 2006-2010.



Fuente: USMP

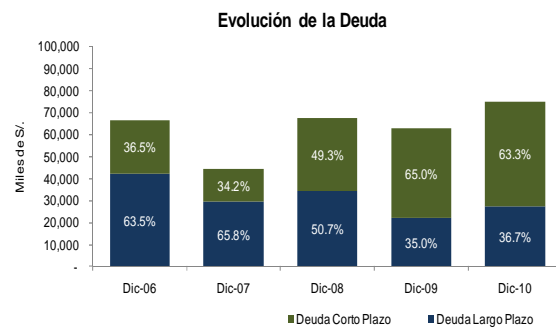
En el 2010 se realizaron diversas inversiones por un total de S/. 73.3 millones. Lo anterior incluyó: la adquisición de un inmueble de propiedad de Thunderbird Hoteles para ser utilizado por los alumnos de la Facultad de Ciencias de la Comunicación y Turismo; la adquisición de cuatro terrenos para la ampliación de las Facultades de Odontología, Clínica Odontológica e Instituto de Gobierno; y, ampliaciones y mejoras en otras

facultades. Así, el activo fijo neto ascendió a S/. 506.3 millones.

Por su parte, el activo corriente se redujo en 12.9% con respecto del 2009, lo que se explica fundamentalmente por la disminución en el efectivo y equivalente de efectivo que pasó de S/. 40.1 a S/. 31.1 millones. No obstante, debe considerarse que las cuentas por cobrar por derechos de enseñanza se incrementaron en 18.0% con respecto del 2009, dado que al cierre del 2010 algunos alumnos no había cumplido con pagar sus cuotas; de tal modo, el índice de morosidad se incrementó de 9.0 a 9.8%.

Los pasivos totales sumaron S/. 124.0 millones (un aumento de 12.9% respecto del 2009). Esto se debe principalmente al incremento de la deuda financiera, la cual pasó de S/. 62.8 millones a S/. 75.2 millones entre el 2009 y el 2010. Lo anterior, por un incremento en los sobregiros bancarios, un mayor número de pagarés a corto plazo y el incremento en la deuda de largo plazo para financiar las adquisiciones del período.

En cuanto a la deuda financiera, está se encuentra compuesta por la emisión de bonos institucionales (13.8%), préstamos de Interbank (35.9%), préstamos del BBVA Banco Continental (33.9%), préstamos del Banco Interamericano de Finanzas (13.2%) y, sobregiros bancarios (3.1%). Así, la porción de corto plazo de la deuda financiera se redujo ligeramente (de 65.0 a 63.3%); no obstante, ésta muestra aún mayor concentración en el corto plazo que años anteriores.



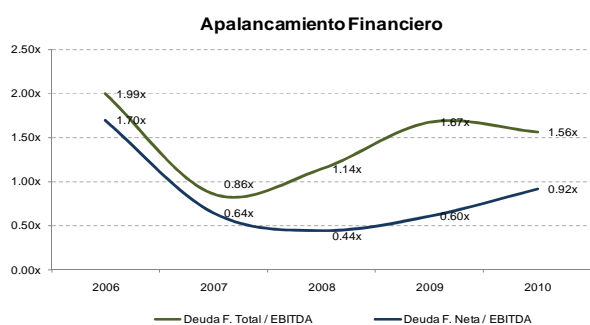
Fuente: USMP

Cabe señalar también que, dado el incremento en los pasivos corrientes (fundamente por mayor deuda financiera) y la reducción en los activos corrientes, la liquidez corriente se redujo de 0.94x a 0.76x.

Asimismo, se debe mencionar que, a diciembre 2010, la Universidad mantiene cuentas por cobrar con el CDUSMP por S/. 29.5 millones (S/. 33.4

millones a diciembre 2009), las cuales tienen provisión por el 100% del valor de la acreencia.

Si bien durante el 2010 se incrementó la deuda debido a las adquisiciones realizadas, el importante crecimiento del EBITDA en el período permitió que el apalancamiento financiero, medido como el ratio de deuda sobre EBITDA, se reduzca de 1.67x a 1.56x.



Durante el 2010 el Flujo de Caja Operativo ascendió a S/. 53.4 millones, con lo que mostró un incremento de 22.4%. Así, con esta mayor generación de fondos y el incremento de la deuda financiera, se realizó un mayor *capex* (S/. 73.3 millones en el 2010 vs. S/. 50.6 millones en el 2009). Consecuentemente, la caja se redujo en S/. 9.0 millones; no obstante, el saldo de caja al cierre del 2010 (S/. 31.1 millones) podría haber permitido cancelar el 41.3% del saldo de la deuda financiera si hubiera sido requerido en ese momento.

Con relación a los bonos, el saldo de los mismos a diciembre 2010 fue de US\$4.3 millones y el servicio de la deuda para el 2011 es de US\$2.7 millones.

Fecha Pago	Nro. Cupón	Saldo Bonos miles US\$	Cuota miles US\$
Mar-11	23	3,703	667
Jun-11	24	3,107	665
Set-11	25	2,502	662
Dic-11	26	1,889	658
Mar-12	27	1,268	654
Jun-12	28	638	651

■ Características de los Instrumentos

Primer Programa de Bonos Institucionales de la Universidad de San Martín de Porres

Por acuerdo del Consejo Universitario del 15 de setiembre de 2004, se aprobó el Primer Programa de Emisión de Bonos Institucionales de la Universidad de San Martín de Porres, por un monto máximo de hasta US\$30 millones o su equivalente en nuevos soles.

Primer Programa de Bonos - USMP

Emisión	Serie	Monto	Plazo	Vcto.	Tasa
Primera	A	US\$ 15.0 MM	7 años	15/06/2012	Libor 90d +3%

Fuente: USMP

El 25 de julio del 2005, se colocó la Primera Emisión por US\$15 millones, con vencimiento el 15 de junio de 2012. La tasa fue Libor + 3%. Parte de los recursos obtenidos se destinaron a la cancelación de pasivos del Emisor, logrando extender el plazo promedio de la deuda y mejorar la tasa. Posteriormente a la colocación, la USMP firmó un contrato *swap* de tasa de interés con el BBVA Banco Continental, por el cual se fijó la tasa Libor para el siguiente cupón, el mismo que entró en vigencia con el segundo cupón. En octubre 2010, la Universidad decidió pre-cancelar dicho contrato de cobertura.

Asimismo, en julio 2007 la USMP suscribió un contrato de permuta de moneda extranjera sobre el saldo de los Bonos por US\$11 millones. Dado que el tipo de cambio suscrito fue de 3.159, se han venido generando pérdidas por diferencia en cambio.

Dado que el Programa no fue renovado, no es posible realizar nuevas emisiones dentro del mismo, por lo que el monto del mismo se reduce a los US\$15 millones de la Primera Emisión. Además se debe mencionar que los bonos emitidos no se encuentran condicionados, ni subordinados a otras obligaciones del Emisor, salvo las contempladas por Ley.

El Fiduciario es el Banco Continental, institución que cuenta con la calificación de A+ para fortaleza financiera. Por su parte, el representante de los Obligacionistas es el Scotiabank, el mismo que cuenta con una calificación de A+ como fortaleza financiera a la fecha de elaboración del presente informe.

■ Estructura

Los Bonos emitidos bajo este programa, además de contar con la garantía genérica del patrimonio de la USMP, cuentan con lo siguiente:

Garantía	Descripción
i) Garantía parcial y de ejecución automática otorgada por el IFC	Equivalente al saldo faltante en el pago de cada servicio de deuda de la USMP durante la vigencia de los bonos y hasta por el 30% del monto de los bonos emitidos y colocados ante un evento de incumplimiento y aceleración.
ii) Patrimonio autónomo constituido bajo un contrato de fideicomiso	Mediante el cual la USMP transfiere en dominio fiduciario el 100% de las cobranzas cedidas correspondientes a los pagos por concepto de matrícula, pensión, derecho para optar por títulos académicos y/o profesionales, materiales de enseñanza y cualquier otra obligación o concepto similar que se deriven de los alumnos de las facultades de Ciencias Administrativas y Recursos Humanos, Ciencias de la Comunicación, Turismo y Psicología, Ciencias Contables Económicas y Financieras, Derecho, Ingeniería y Arquitectura y Odontología. El fideicomiso sirve de respaldo del cumplimiento de las obligaciones de pago de los bonos y de aquellas que se generen como consecuencia del contrato de garantía con el IFC, en forma <i>pari passu</i> .

Fuente: USMP

Garantía del IFC

La garantía otorgada garantiza de manera irrevocable el pago debido y puntual del principal e intereses adeudados en virtud de los bonos en cualquier fecha de pago. Esta garantía es continua y entró en vigencia en el momento de la emisión y se regirá hasta la finalización del plazo de los Bonos. La garantía mencionada es por el 30% del *outstanding* de la deuda emitida. Por lo tanto, en la medida que el capital se reduzca producto de las amortizaciones, el monto de la fianza se reducirá en la misma proporción.

La garantía se ejecutará en caso ocurra cualquiera de las siguientes situaciones:

- Ante la ocurrencia de un déficit generado por la falta de fondos necesarios para la cancelación de un servicio de deuda en una fecha de pago.
- En caso la Junta General de Bonistas determine acelerar el vencimiento de los bonos producto de la ocurrencia de algún evento de incumplimiento, la USMP incumpla con el pago de los bonos y se hayan agotado los recursos de la Cuenta de Reserva y la Cuenta de Retención.

Por otro lado, el contrato de garantía contempla que mientras la garantía se encuentre vigente, las obligaciones contraídas en virtud de dicho contrato, constituirán obligaciones clasificadas *pari passu* con todas las otras obligaciones asumidas por la USMP, siempre que dichas obligaciones sean no garantizadas y no subordinadas. Asimismo, después de cualquier aceleración de los Bonos, los reclamos de cualquiera de los bonistas contra la Universidad por los montos vencidos, serán clasificados *pari passu* con los reclamos del IFC contra la Universidad, por los montos pagados por IFC en virtud del contrato de garantía.

Además de lo anterior, en el contrato de Fideicomiso de las cuentas por cobrar por los derechos de enseñanza, se establece que en caso de la ejecución del Fideicomiso, los recursos captados se aplicarán *pari passu* para amortizar la deuda de los bonos a los bonistas y para amortizar la deuda generada en virtud de la ejecución de la garantía al IFC.

Fideicomiso en Garantía

Las cuentas del Fideicomiso están constituidas por las cuentas recaudadoras, las cuentas de retención y la cuenta de reserva.

Cuenta	Descripción
1. Cuentas Recaudadoras	Son las cuentas en nuevos soles abiertas por el Fiduciario y a nombre de éste en el Banco de Crédito y en el Banco Interbank en las que se depositarán las cobranzas cedidas al Fideicomiso.
2. Cuenta Recaudadora Matriz	Es la cuenta de transición en nuevos soles, abierta por el Fiduciario en el Banco Continental, en la que cada día hábil se realizará el depósito de las cobranzas cedidas desde las Cuentas Recaudadoras al Fideicomiso.
3. Cuenta de Retención	Es la cuenta en nuevos soles abierta por el Fiduciario en el Banco Continental, en la que se realizará el depósito de los importes correspondientes al mecanismo de retención. Es la cuenta en dólares abierta por el Fiduciario en el Banco Continental, en la que se realizará el depósito de un porcentaje de los saldos de la Cuenta de Retención al tipo de cambio. El porcentaje será determinado en prorrata al que le corresponda a las emisiones en dólares respecto del principal vigente del Programa.
4. Cuenta de Retención-FX	
5. Cuentas de Reserva	Son las cuentas en nuevos soles o en dólares abiertas por el Fiduciario en el Banco Continental, cada una correspondiente a una emisión específica dentro del Programa y en la moneda de dicha emisión. En estas cuentas se depositará un importe que no podrá ser inferior al 5% del monto total que se coloque en cada emisión, importe que se mantendrá durante la vigencia de los bonos. Asimismo, el importe de cada cuenta de reserva no podrá ser superior al mayor entre i) el 15% del monto total vigente de cada emisión; y, ii) el importe inicial de la cuenta de reserva, en caso la emisión cuente con una cuenta de reserva desde su fecha de inicio.

Fuente: USMP

Covenants

Se estableció que la USMP deberá cumplir durante la vigencia de los bonos, ciertos resguardos, entre los que mencionamos:

Covenants
• La USMP sólo podrá otorgar préstamos a sus afiliadas siempre y cuando el saldo total a pagar por dichos financiamientos no excedan de US\$1.5 millones.
• Los préstamos al personal o miembros de sus órganos de gobierno y de administración no podrán exceder de los US\$0.5 millones.
• No podrá realizar inversiones en activos fijos a través de financiamientos por montos mayores a US\$3.0 millones, dentro de los tres primeros años de efectuada la Primera Emisión de Bonos; y, de US\$5.0 millones, a partir de los tres años de efectuada la misma.
• La USMP no podrá celebrar contratos de leaseback ni otorgar garantías a favor de terceros gravando sus activos, siempre que se supere en 1.2x el ratio de relación entre los activos no gravados con garantías sobre el monto total de la deuda financiera de la USMP. No obstante lo anterior, la USMP se obliga a mantener, durante toda la vigencia
• Mantener un ratio de endeudamiento (Pasivo Total / Patrimonio Institucional Neto) menor o igual a 0.75x. Siendo el Patrimonio Institucional Neto = Fondo Patrimonial + Fondo Adicional + Excedente de Revaluación + Resultados Acumulados + Resultado del Ejercicio. *
• Mantener un Ratio Trimestral de Cobertura (Cobranza Cedidas / próximo Servicio de Deuda de los bonos) mayor o igual a 3.0x. Tal y como se contemplaba en el Contrato Marco del Programa, para el cálculo de este covenant, se consideran los pagos de intereses fijos determinados por el swap.*

*Se evalúan de manera trimestral con EEFF individuales y consolidados.

Fuente: USMP

Eventos de Incumplimiento y Aceleración

Dentro de los principales eventos de incumplimiento y aceleración, destacan:

Eventos de Incumplimiento y Aceleración

a. Que se derogue la autorización de funcionamiento de la USMP o que sea sometida a un régimen de intervención por la Asamblea Nacional de Rectores.

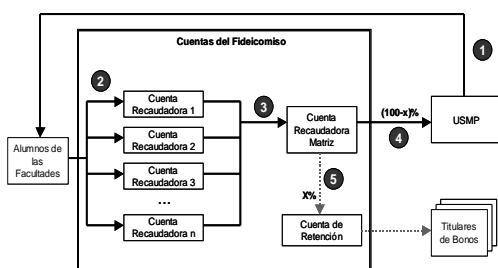
b. Que la USMP incumpla con el pago oportuno de cualquier obligación financiera o extracontractual que de manera individual o en conjunto exceda de US\$1.0 millón.

c. Que la clasificación de riesgo de los Bonos disminuya en dos o más notches por debajo de la inmediatamente anterior clasificación de riesgo asignada por al menos una de las clasificadoras como consecuencia de factores relacionados con el cambio del control efectivo de la USMP o como producto de problemas administrativos y de gestión, ya sea académica, normativa o económica.

d. La ocurrencia de dos o más veces en donde el IFC se haya visto obligado a completar el monto del déficit para la cancelación del próximo servicio de deuda, dentro de cualquier emisión del programa.

Fuente: USMP

Mecanismo de Retención



* Siendo el "x%" el porcentaje de retención de los flujos indicado en el mecanismo de retención.

El objetivo del Mecanismo de Retención es acumular fondos para atender el eventual pago anticipado del principal e intereses de los bonos ante la ocurrencia de alguno de los eventos siguientes:

- i) Una disminución en las cobranzas cedidas, de manera que el Ratio Trimestral de Cobertura (Cobranzas Cedidas depositadas en las Cuentas Recaudadoras / Servicio de Deuda) se sitúe por debajo de 4.0x. En caso esto suceda, el Fiduciario deberá retener y transferir a la Cuenta de Retención, según la siguiente tabla:

Nivel de Ratio Trimestral de Cobertura	% de Retención
Menor de 4.00x y mayor o igual a 3.75x	20%
Menor de 4.00x y mayor o igual a 3.75x	40%
Menor a 3.50x	100%

Este ratio se medirá mensualmente, a partir de concluido cada periodo de recaudación.

- ii) Disminución del Ratio de Cobertura de Gastos Financieros (EBITDA de los últimos 12 meses / Gastos Financieros de los últimos 12 meses) por debajo de 2.50 veces. En caso esto suceda, el porcentaje a retener será el que se indica en la tabla:

Nivel de Ratio Trimestral de Cobertura	% de Retención
Menor de 2.50x y mayor o igual a 2.25x	20%
Menor de 2.25x y mayor o igual a 2.00x	40%
Menor a 2.00x	100%

Este ratio se medirá trimestralmente con información financiera al cierre de marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año.

- iii) Que se produzca un evento de incumplimiento y aceleración (detallados en el Contrato Marco) que no haya sido subsanado dentro de los plazos permitidos. En este caso, el Fiduciario transferirá desde la Cuenta Recaudadora Matriz a la Cuenta de Retención, el 100% de las recaudaciones correspondientes a las cobranzas cedidas. Además, deberá aplicar los montos retenidos a cubrir el monto no pagado en la fecha de vencimiento del cupón hasta que se extingan los montos depositados en la Cuenta de Retención o se cubra la totalidad del monto no pagado en la fecha de vencimiento del cupón.
- iv) Ejecución de la garantía del IFC ante la ocurrencia de un déficit en el monto de pago del servicio de deuda próximo. En este caso, el Fiduciario quedará facultado a retener el 100% de las Cobranzas Cedidas, cuyos fondos transferirá a la Cuenta de Retención para ser aplicados de la siguiente manera: i) en primer orden, para cubrir el 100% de los recursos aplicados en ejecución de la garantía IFC, que fueran depositados originalmente en las Cuentas de Reserva; ii) en segundo orden, para cubrir el 100% de los recursos aplicados en ejecución de la garantía IFC que fueran depositados originalmente en la Cuenta de Retención, de ser el caso; iii) en tercer orden, para incrementar los recursos de la Cuenta de Retención, en un monto equivalente al 2% del principal en circulación del Programa; y, iv) en cuarto orden, para amortizar y/o cancelar al IFC los recursos utilizados por dicha entidad en la ejecución de la garantía.

El Mecanismo de Retención en el caso de los puntos i) y ii) (deterioro en el Ratio Trimestral de Cobertura y/o en la Cobertura de Gastos Financieros) concluirá si se recuperan los ratios mencionados y si los fondos depositados en las Cuentas de Retención resultasen suficientes para cubrir el integro del principal de las emisiones de los bonos vigentes más los intereses devengados pendientes de pago. Si se activaran ambos ratios, sólo se retendrá el porcentaje mayor entre ambos indicadores, según las tablas mostradas.

Aplicación de los Recursos

En el supuesto de la ejecución del Fideicomiso, los recursos del patrimonio fideicometido se aplicarán de la siguiente manera:

- i) Para cubrir los tributos sobre los bienes fideicometidos.
- ii) A cubrir los gastos del Fideicomiso.
- iii) Para el pago de las comisiones pactadas, incluyendo la comisión del IFC.
- iv) Para amortizar *pari passu*: los bonos y las deudas al IFC si las hubiera.

■ Evaluación de la Estructura

Al cierre del 2010, los ingresos de las seis facultades cedidas ascendieron a US\$92.6 millones, representando el 74.1% del total de los ingresos de la USMP.

En millones de US\$	2006	2007	2008	2009	2010
Ingresos Totales USMP (A)	81.1	94.2	99.1	111.7	124.9
Ingresos de las Facultades Cedidas (B)	59.7	70.7	74.7	83.2	92.6
A/B	73.7%	75.1%	75.4%	74.5%	74.1%

Fuente: USMP

La USMP suele tener una baja morosidad (cercana al 9%), la cual a su vez se encuentra atomizada entre los alumnos de las diferentes facultades, siendo que los alumnos de las facultades cedidas representaron el 84.3% del total de alumnos al cierre del 2010.

Número de Alumnos de Facultades Cedidas	2006	2007	2008	2009	2010
Alumnos	24,719	26,302	26,487	27,454	28,901
% sobre el total	81.7%	82.8%	84.8%	84.2%	84.3%

Fuente: USMP

La Clasificadora considera que la Universidad muestra una relativa estabilidad en sus ingresos en virtud de su política de cobranza, la creciente demanda de educación universitaria y las inversiones que realiza en el marco de su estrategia de desarrollo.

De igual modo, AAI considera que los flujos anuales generados por las facultades cedidas, proveen una cobertura holgada del servicio de la deuda y de ser necesario inclusive el *outstanding* de la misma.

Asimismo, los *covenants* establecidos permiten garantizar el correcto desempeño de la USMP, mientras que los Eventos de Aceleración permiten anticipar en forma oportuna el posible deterioro financiero de la Universidad y acumular los flujos necesarios para una pronta amortización, logrando un mejor *recovery* frente a otros acreedores de la USMP.

Por su parte, los bonos no podrán ser subordinados y se mantendrán como *senior* hasta su liquidación. La

estructura busca garantizar al fideicomiso un flujo mínimo trimestral de 3.5x el monto del siguiente cupón de servicio de los bonos.

Durante el cuarto trimestre del 2010, el ratio de cobertura del servicio de deuda trimestral fue de 28.3x, siendo el mínimo permitido de 3.0x.

Por otro lado, los flujos cedidos por las facultades ascendieron a US\$92.6 millones, con lo que se encuentran muy por encima de los flujos anuales estimados al inicio del programa (US\$40.0 millones).

El ratio de Cobertura de Gastos Financieros, fue de 8.20x a diciembre 2010, siendo el límite 2.5x. Mientras que el ratio de endeudamiento contable ascendió a 0.28x, siendo lo requerido menor o igual a 0.75x.

Covenants		Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Pasivo / Patrimonio	<= 0.75x	0.31	0.24	0.29	0.26	0.28
Cobranzas Cedidas / SD*	>= 3.0x	17.67	19.14	23.29	26.03	28.3
EBITDA / Gastos Financieros**	>= 2.5x	9.38	14.55	11.97	8.92	8.20

Fuente: USMP

*Ratio Trimestral de Cobertura (Cobranza Cedidas / próximo Servicio de Deuda de los bonos), considerando los pagos de intereses fijos determinadas por el swap. Sólo se considera la información del último trimestre.

**Se toma sólo aquellos relacionados con intereses por sobregiro, por pagarés bancarios, de bonos y todo aquello que tenga relación con el sistema financiero.

Resumen Financiero - Universidad San Martín de Porres

Tipo de Cambio S./US\$ a final del Período	2.81	2.89	3.14	3.00	3.20
	Dic-10	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06
Rentabilidad					
EBITDA	48,141	37,559	59,209	51,751	33,342
Mg. EBITDA	13.7%	11.6%	11.6%	19.0%	18.3%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	7.2%	12.0%	21.7%	11.4%	12.4%
FCF / Ingresos	-5.7%	-2.2%	1.6%	3.9%	1.6%
ROE (promedio)	6.1%	7.7%	10.1%	10.8%	6.3%
Cobertura					
Cobertura de Gastos Financieros	4.72	6.63	17.91	5.26	6.55
EBITDA / Gastos financieros	6.05	4.26	10.64	6.00	4.58
EBITDA / Servicio de deuda	0.87	0.76	1.52	2.17	1.06
Cobertura de cargos fijos del FFO	4.72	6.63	17.91	5.26	6.55
FCF / Servicio de deuda	-0.22	0.04	0.27	0.83	0.36
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.34	0.85	1.34	1.30	0.68
CFO / Inversión en Activo Fijo	0.73	0.86	1.08	1.49	1.15
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda ajustada total / (FFO + GF+ Alquileres)	2.00	1.07	0.68	0.98	1.40
Deuda Financiera Total / Capitalización	0.14	0.13	0.15	0.11	0.17
Deuda financiera total / EBITDA	1.56	1.67	1.14	0.86	1.99
Deuda financiera neta / EBITDA	0.92	0.60	0.44	0.64	1.70
Costo de financiamiento estimado	11.5%	14.8%	9.9%	15.5%	9.5%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	0.63	0.65	0.49	0.34	0.36
Balance					
Activos totales	19.7%				
573,842	533,170	506,044	439,690	416,808	
Caja e inversiones corrientes	31,101	40,096	41,544	11,284	9,937
Deuda financiera Corto Plazo	47,546	40,808	33,391	15,261	24,246
Deuda financiera Largo Plazo	27,616	21,992	34,285	29,305	42,258
Deuda financiera total	75,162	62,800	67,676	44,566	66,504
Deuda financiera total con Equity Credit	75,162	62,800	67,676	44,566	66,504
Deuda fuera de Balance					
Deuda ajustada total	75,162	62,800	67,676	44,566	66,504
Patrimonio Total	449,885	423,361	392,001	354,245	317,854
Capitalización ajustada	525,047	486,161	459,677	398,811	384,358
	36.7%	35.0%			
Flujo de caja					
Flujo generado por las operaciones (FFO)					
29,605	49,623	94,081	36,698	40,340	
Variación de capital de trabajo	23,770	-6,022	-25,266	-2,949	-7,150
Flujo de caja operativo (CFO)					
53,375	43,601	68,815	33,749	33,190	
Inversiones en Activos Fijos	-73,338	-50,554	-63,681	-22,613	-28,965
Dividendos comunes	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre (FCF)					
-19,963	-6,953	5,134	11,136	4,225	
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	0	10,139	9,460	6,237	0
Otras inversiones, neto	0	0	0	0	0
Variación neta de deuda	8,575	-2,241	15,666	-16,026	-19,777
Variación neta de capital	-	-	-	-	-
Otros financiamientos, netos	-	-	-	-	-
Variación de caja	-11,388	945	30,260	1,347	-15,552
Resultados					
Ingresos	350,912	322,582	311,300	282,267	259,104
Variación de Ventas	8.8%	3.6%	10.3%	8.9%	11.0%
Utilidad operativa (EBIT)	26,462	17,562	40,890	34,334	17,118
Gastos financieros	7,951	8,816	5,564	8,622	7,275
Resultado neto	26,523	31,361	37,747	36,386	19,490
Vencimientos de Deuda de Largo Plazo					
2011	2012				
Bonos	3,703	10,403			

EBITDA= Utilidad operativa + gastos de depreciación y amortización.

FFO= Resultado neto + Depreciación y Amortización + Resultado en venta de activos + Castigos y Provisiones + Otros ajustes al variación en otros activos + variación de otros pasivos - dividendos preferentes

Variación de capital de trabajo: Cambio en cuentas por pagar comerciales + cambio en existencias -cambio en cuentas por pagar

CFO= FFO + Variación de capital de trabajo

FCF= CFO + Inversión en activo fijo + pago de dividendos comunes

Cargos fijos= Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos

Deuda fuera de balance: Incluye fianzas, avales y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8.

Servicio de deuda=Gastos financieros + deuda de corto plazo

ANTECEDENTES

Emisor: Universidad de San Martín de Porres
Domicilio legal: Av. Las Calandrias s/n Santa Anita
Lima - Perú
RUC: 20138149022
Teléfono: (511) 362 0064
Fax: (511) 478 0404

PRINCIPALES AUTORIDADES

José Chang Escobedo	Rector
Raúl Bao García	Vice-Rector
Johan Leuridan Huys	Decano de la Facultad de Ciencias de la Comunicación, Turismo y Psicología
Rubén Sanabria Ortiz	Decano de la Facultad de Derecho
Gustavo Tataje Salas	Decano de la Facultad de Ingeniería y Arquitectura
Frank Lizaraso Caparó	Decano de la Facultad de Medicina Humana
Hilda Baca Neglia	Decano de la Facultad de Obstetricia y Enfermería
Daniel Valera Loza	Decano de la Facultad de Ciencias Administrativas y Recursos Humanos
Juan Amadeo Alva Gómez	Decano de la Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Financieras
Carlos Enrique Cava Vergiu	Decano de la Facultad de Odontología
Florentino Mayuri Molina	Director del Instituto para la Calidad de la Educación

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Jorge Enrique Ureña Schrack	Director General de Administración
Rodolfo Gavilano Oliver	Secretario General
Oscar Becerra Tresierra	Jefe de la Oficina de Planificación
Armando Valdés Garrido-Lecca	Jefe de la Oficina de Inspección y Control Interno
Rosmari Paredes Argote	Jefe de la Oficina Legal
Celinda Marcelina Acosta Galli	Jefe de la Oficina de Relaciones Públicas e Imagen Institucional
José Manuel Torres Lizárraga	Jefe de la Oficina de Finanzas
Gustavo Tataje Salas	Jefe de la Oficina de Admisión
Víctor Uribe Hurtado	Jefe de la Oficina de Recursos Humanos

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la **Universidad de San Martín de Porres**:

<u>Instrumentos</u>	<u>Clasificación</u>
Valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Emisión de Bonos institucionales	Categoría AA (pe)
Perspectiva	Estable

Definición:

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros, reflejando un muy bajo riesgo crediticio. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a eventos imprevistos.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) Clasificadora de Riesgo constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que AAI considera confiables. AAI no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y AAI no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las Clasificadoras.