GLOBAL RATINGS

CALIFICADORA DE RIESGOS S.A

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

Resumen Calificación Primera Titularización de Flujos Futuros (Estados Financieros febrero 2020)

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Calificación mavila@globalratings.com.ec

AAA

Hernán López Gerente General hlopez@globalratings.com.ec

Acción de Calificación Calificación Tendencia Instrumento Metodología

Revisión

Definición de categoría

Titularización Guayaquil Country Club

Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Calificación de Titularizaciones

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. en comité No. 125-2020. llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el 30 de abril de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte a diciembre 2019 y febrero 2020; califica en Categoría AAA, a la Primera Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB (Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 del 16 de diciembre de 2019 por un monto de hasta USD 15.000.000).

La calificación se sustenta en el prestigio y trayectoria de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como Club Social, el potencial comercial de la nueva sede en construcción del Club, la experiencia de la Administradora y los mecanismos de garantía de la Titularización. Al respecto:

- GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con más de 85 años de trayectoria manteniendo corresponsalías con prestigiosos clubes campestres a nivel mundial. Asimismo, está posicionado como uno de los clubs sociales y deportivos más prestigiosos del Ecuador, del que han emergido destacados golfistas, tenistas y jinetes.
- Actualmente se encuentran en el diseño y desarrollo de la nueva sede en Samborondón, con un alto potencial comercial, que cuenta con instalaciones modernas y de vanguardia para el desarrollo de sus actividades.

- La Administradora encargada de la Titularización es Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. La Fiduciaria maneja 59 Negocios Fiduciarios Administrados y 16 Encargos Fiduciarios, lo que suma un patrimonio total administrado de USD 102,69 millones. Asimismo, se encuentra a cargo de la administración del Fondo Administrado denominado Fondo Fit - Fiduaméricas, que mantiene un monto total invertido en renta fija de USD 4,36 millones hasta marzo 2020.
- Los Flujos Futuros de la Titularización provendrán de la venta de: (a) membresías, (b) aportes patrimoniales y (c) venta de lotes del terreno vía a Daule. De acuerdo con el análisis de mercado realizado y la demanda percibida de membresías, se tienen proyectados ingresos de alrededor de USD 50 millones, siendo las obligaciones con inversionistas de la presente Titularización un total de USD 18,60 millones (capital más intereses). Al 31 de marzo de 2020 los ingresos reportados al Fideicomiso ofrecieron una cobertura del 118% sobre el valor a pagar a los inversionistas en el primer trimestre.
- Los mecanismos de garantía contemplados por la Titularización de Flujos Futuros de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB son: (a) exceso de Flujos de Fondos, (b) Fondo de Reserva, (c) Fondo de Garantía, (d) Fianza Solidaria del Originador y (e) Fideicomiso AYG (Garantía Real

Constituida). Los mecanismos de garantía ofrecen una cobertura de 128 veces el índice de desviación en el peor de los escenarios proyectados, tomando en cuenta el exceso suficiente de cobertura ya que la normativa legal vigente exige una cobertura mínima de 1,50 veces. De acuerdo con la Fiduciaria, al 31 de marzo de 2020 no ha sido necesario ejecutar ninguna de las garantías al cumplirse con las obligaciones de la Titularización.

Dada la situación de emergencia sanitaria que atraviesa el país y el mundo producto del COVID-19 algunas industrias y negocios se encuentran operando con limitaciones, lo que ha generado la desaceleración de la ventas y cobranzas. En el caso específico de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, las ventas de membresías y lotes se han mantenido estables antes y después de la emergencia sanitaria hasta marzo

- 2020. Por lo que ha logrado cumplir con las obligaciones emanadas de la presente Titularización.
- En el análisis de las proyecciones, se tomó en cuenta el escenario pesimista, donde se evidenció la existencia de un flujo que permite un adecuado cumplimiento de las obligaciones emanadas de la presente Titularización y la generación de recursos suficientes para cumplir adecuadamente con las demás obligaciones y compromisos financieros.
- Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la Titularización GUAYAQUIL COUNTRY CLUB presenta una excelente capacidad de generar flujos ofreciendo la holgura suficiente para hacer frente a las obligaciones del proceso de Titularización.

Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Primera Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como institución dedicada al desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte; a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo con base a los términos establecidos en el contrato, la estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia; la evaluación matemática y estadística de los flujos que fueron proyectados, el análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas; la calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad; el punto de equilibrio y las consideraciones de riesgo.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, <u>la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del</u>

Fideicomiso para cumplir los compromisos derivados de la titularización analizada, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y características de las garantías.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por los estructuradores financiero y legal y que éstos expresamente hayan indicado como confidenciales. Por otra parte, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada.

La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Estructura del Originador.
- Informe de Estructuración de Titularización.
- Escritura Pública del instrumento.
- Proyecciones Financieras.
- Experiencia del administrador fiduciario.
- Calidad del activo subyacente.
- Otros documentos que el Originador consideró relevantes.

Con base a la información antes descrita, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.

- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Tratándose de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, la calificadora de riesgos deberá analizar lo previsto en el numeral 1 de este artículo, en lo que fuere aplicable, el análisis de los numerales 1.5 y 1.7 son referentes al originador y el numeral 1.4, debe referirse a la capacidad del originador para generarlos flujos futuros dentro del proceso de titularización.
- Consideraciones de riesgos cuando los activos del originador que respaldan la titularización incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Emisor

- El club social, cultural y deportivo GUAYAQUIL COUNTRY CLUB fue constituido el 09 de mayo de 1933 bajo el nombre de Sociedad Anónima Country Club de Guayaquil. Posteriormente, la organización modificó sus estatutos y su personalidad jurídica y procedió a registrarse como organización deportiva asimilada a club deportivo formativo en el año 2012.
- El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con más de 85 años de funcionamiento y se enfoca en brindar a sus socios un espacio en la ciudad de Guayaquil para realizar deporte, vida social y disfrute de la naturaleza a través de sus instalaciones. La sede actual se encuentra en vía a Daule desde el año 1976, lugar donde ha acogido por más de cuatro décadas a destacados golfistas, jinetes, tenistas y nadadores del país. Para el año 2020, la organización planea la construcción de su nueva sede en Samborondón como medida de adopción a la realidad contemporánea.
- El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con un Directorio, el cual está integrado por el Presidente, Vicepresidente, Secretarios, Tesorero, Síndico y seis Vocales; los cuales requieren haber tenido la calidad de socios activos por más de cinco años para poder ser elegidos para tales cargos. Asimismo, cuenta con la Junta Calificadora que es la encargada de calificar a las personas propuestas para ser socios, así como de decidir conjuntamente con el Directorio la exclusión de cualquier socio merecedor de tal sanción.
- GUAYAQUIL CLUNTRY CLUB es un club social y deportivo sin fines de lucro, debidamente organizado y existente de conformidad con la legislación vigente. De conformidad con los estatutos sociales, el Originador se encuentra facultado a emitir y vender membresías. asimismo, está facultado para establecer y recibir aportes patrimoniales de nuevos compradores de membresías.

- La nueva sede de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB contará con el primer campo de golf *Signature* en Ecuador, de la firma Robert Trent Jones Jr., líder mundial en el diseño de campos de golf, con un diseño de vanguardia. Éste será un campo de 18 hoyos par 72 esparcidos en 51 hectáreas de terreno, que estará a la altura de las exigencias de la Asociación de Golfistas Profesionales de América (PGA) al brindar una calidad de clase mundial. Igualmente, mantendrá su tradición campestre a través de su club de equitación, reconocido como de los mejores a nivel nacional, con tres canchas profesionales para salto, adiestramiento y vaulting. Asimismo, contarán con paddock de entrenamiento, caballerizas y facilidades veterinarias para el bienestar de los caballos de los socios, incluyendo una piscina de rehabilitación.
- Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es la entidad que se encuentra a cargo de la administración del Fideicomiso de la Titularización de Flujos GUAYAQUIL COUNTRY CLUB. La administradora es una compañía legalmente constituida mediante escritura pública ante notario Trigésimo del cantón Quito el 21 de febrero de 2017 e inscrita en el Registro Mercantil el 07 de septiembre de 2017.
- La Fiduciaria maneja 59 Negocios Fiduciarios Administrados y 16 Encargos Fiduciarios, lo que suma un patrimonio total administrado de USD 102,69 millones. Asimismo, se encuentra a cargo de la administración del Fondo Administrado denominado Fondo Fit Fiduaméricas, que mantiene un monto total invertido de USD 5,92 millones a agosto 2019 y se enfoca en inversiones en títulos valores con calificaciones de riesgo de A- o superiores.
- Los ingresos del Fideicomiso provendrán de: (a) los flujos provenientes de las ventas de membresías, (b) los aportes

patrimoniales ligados a cada membresía vendida y (c) la venta de lotes del terreno de vía a Daule. Los egresos del Fideicomiso corresponden al capital e interés a cancelarse en forma trimestral a los inversionistas (dividendo), los gastos con terceros y las restituciones al Originador de los excedentes una vez cumplidos los pagos y retenciones correspondientes.

- Los mecanismos de garantía contemplados por la Primera Titularización de Flujos Futuros de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB son: (a) exceso de Flujos de Fondos, (b) Fondo de Reserva, (c) Fondo de Garantía, (d) Fianza Solidaria del Originador y (e) Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida).
- El Fideicomiso de Garantía funcionará como mecanismo de garantía específica real constituida a favor de los inversionistas. Mediante este instrumento, a título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable, el Originador transferirá el macrolote de terreno ubicado en la vía Daule de su propiedad, y llevará a cabo el proceso desmembración y división, a efectos de contar con lotes que puedan ser enajenados a efecto de generar los recursos provistos al Fideicomiso de Titularización. Ciertos lotes serán vendidos a compradores de lotes, y otros lotes permanecerán en el Fideicomiso AYG como respaldo de la Titularización. El Fideicomiso AYG constituye un mecanismo de garantía específica que cubre el monto en

- circulación de la emisión, es decir, el 100% del monto de la Titularización.
- Los cuatro primeros mecanismos de garantía (sin tomar en cuenta el Fideicomiso AYG constituido como garantía real) ofrecen una cobertura superior a 27 veces el índice de desviación en todos los escenarios proyectados, tomando en cuenta el exceso suficiente de cobertura ya que la normativa legal vigente exige una cobertura mínima de 1,50 veces. En lo relativo al Fideicomiso AYG, se cumple y excede a lo dispuesto en la normativa vigente, en cuanto que es un mecanismo de garantía específica que cubre el monto en circulación de la emisión, es decir, el 100% del monto de la Titularización.
- La Titularización Guayaquil Country Club fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 16 de diciembre de 2019 mediante Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 por un monto de USD 15.000.000 divididos en una sola serie, la Serie A. Con fecha 26 de diciembre de 2019 se inició con la colocación de valores y para el 6 de marzo de 2020 colocó un monto total de USD 12.552.450, es decir el 83,68% del monto aprobado.
- A la fecha del presente informe se han cumplido con lo estipulado en las escrituras del Fideicomiso, por lo que no se ha presentado ningún incumplimiento y no se ha requerido de ejecutar a los mecanismos de garantía.

Instrumento

- La Asamblea General Extraordinaria de Socios de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, en sesión celebrada el 23 de julio de 2019, resolvió aprobar el desarrollo de la Primera Titularización de Flujos Futuros de dicha entidad.
- La Titularización Guayaquil Country Club fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 16 de diciembre de 2019 mediante Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 por un monto de USD 15.000.000 divididos en una sola serie, la Serie A. Con fecha 26 de diciembre de 2019 se inició con la colocación de valores y para el 6 de marzo de 2020 colocó un monto total de USD 12.552.450, es decir el 83,68% del monto aprobado.

TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB				
SERIE O CLASE	Α			
Monto	USD 15.000.000			
Plazo	1.800 días			
Tasa interés	8,00%			
Denominación	VTC-GCC			
Pago intereses	Trimestral			
Pago capital	Trimestral			

La emisión está respaldada por cinco diferentes mecanismos de fortalecimiento:

MECANISMOS DE FORTALECIMIENTO
Exceso de Flujos de Fondos
Fondo de Reserva
Fondo de Garantía
Fianza Solidaria del Originador
Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida)

Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias,

Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora

de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la sociedad. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Este entorno podría afectar a los compradores de membresías y/o lotes del club. El gobierno ha tomado medidas para atenuar el efecto en la economía en general, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto al tipo de compradores de las membresías y/o terrenos, generalmente de alta solvencia, y las políticas de cobro definidas mitigan este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve el Club son inherentes a las operaciones de cualquier organización en el Ecuador. En el caso puntual del Club lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la venta de membresías y de lotes se realiza bajo condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación del Club puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que el activo a titularizar en el presente instrumento es el derecho de cobro respecto de las ventas de activos de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como las membresías del club y los lotes en la vía Daule. Dichos activos pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y el segmento de clientes al que se dirigen las ventas de membresías y lotes.
- La propiedad, planta y equipo que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía, para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro para mitigar el riesgo provocado por potenciales daños en las nuevas instalaciones del Club y/o en los nuevos lotes que serán vendidos.
- La presente Titularización se basa en los Flujos Futuros que ingresen al Fideicomiso por la venta de membresías y lotes. De esta manera, existe el riesgo de que las ventas no alcancen a ofrecer la cobertura suficiente para cubrir las obligaciones emanadas por la Titularización. Este riesgo se mitiga a través del plan comercial y estratégico que ha desarrollado el Club para alcanzar las ventas proyectadas, basándose en estudios de mercado y análisis de prospectos de clientes. Asimismo, este riesgo se reduce a través del prestigio y reconocimiento que tiene el Club, con lo cual asegura la demanda suficiente de nuevas membresías. Un factor adicional de mitigación lo constituye la venta de lotes, lo que brinda una amplia garantía respecto de la disponibilidad de los flujos necesarios.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a organizaciones vinculadas.

Cabe mencionar que en el caso de la Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, no existen cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Calificación de Riesgo de la Titularización GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, realizado con base a la información entregada por los estructuradores financiero y legal y de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c) Gerente General Informe Calificación Primera Titularización de Flujos Futuros (Estados Financieros febrero 2020)

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Calificación

Hernán López Gerente General mavila@globalratings.com.ec hlopez@globalratings.com.ec

Acción de Calificación Instrumento Calificación Tendencia Metodología Titularización Guayaquil Country Club AAA Revisión Calificación de Titularizaciones

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. en comité No. 125-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el 30 de abril de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha

de corte a diciembre 2019 y febrero 2020; califica en Categoría AAA, a la Primera Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB (Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 del 16 de diciembre de 2019 por un monto de hasta USD 15.000.000).

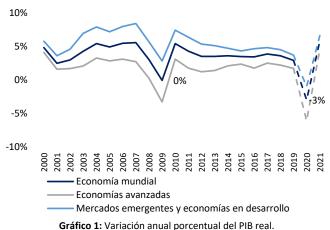
Mariana Ávila

Gerente de Análisis

Entorno Macroeconómico

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente durante 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. Se estima que todos los países, con excepción de China, percibirán disrupciones en su actividad económica durante el segundo trimestre de 2020. En un escenario base, el Fondo Monetario Internacional estima un decrecimiento de la economía mundial de -3% en 2020¹. Este pronóstico es 6 puntos porcentuales inferior a las previsiones presentadas en enero, cuando el FMI proyectó un crecimiento de 3,3% en 2020². Se espera una recuperación parcial para 2021, con un crecimiento mundial de 5,8%, pero el nivel del PIB se mantendrá por debajo de las estimaciones previas.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración: Global Ratings

Las economías emergentes enfrentan simultáneamente crisis de salud, económicas, fiscales y financieras, y dependen de acreedores externos para obtener recursos. Se espera que estas economías decrezcan en 1,0% en 2020, como consecuencia del colapso de los sistemas de salud, el shock severo en la demanda externa, el endurecimiento de las condiciones financieras en mercados internacionales, la presión en las condiciones fiscales, y la caída en los precios de los commodities. Si se excluye a China del grupo, se prevé una caída de 2,2% para las economías emergentes y en desarrollo¹. Esto constituye una baja de 5,8 puntos porcentuales con respecto a las previsiones realizadas en el mes de enero². Para 2021, se estima que las economías emergentes crecerán en un 6,6%.

¹Fondo Monetario Internacional (2020, abril). World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown, Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, enero). Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington D.C.

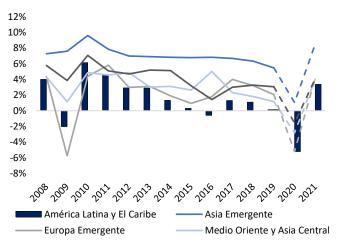


Gráfico 2: Variación porcentual PIB real en economías emergentes. **Fuente:** Fondo Monetario Internacional; **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas entre las economías en desarrollo durante 2020, con una caída estimada de 5,2%1. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años, la región evidenció un desempeño económico pobre, con un bajo crecimiento promedio. Los niveles de gasto social insostenibles obligaron a adoptar ajustes económicos que resultaron en descontento social e inestabilidad política, y consecuentemente, en una menor inversión en la región⁴. Las exportaciones cayeron durante el último año por las tensiones internacionales, y existió una amplia volatilidad en el mercado de commodities. Se espera una caída en la economía de la región debido a la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales. El Banco Mundial prevé una contracción de 4,6% en la economía de la región en 2020 y un crecimiento de 2,6% en 2021 y 20224.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities, alcanzando una tasa de crecimiento anual promedio de 5,15%⁵. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión. Para 2016 la economía cayó en 1,23%, debido parcialmente al terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁶. La economía ecuatoriana se recuperó en 2,37% en 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía ecuatoriana creció en 0,05%, afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como

por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁷.

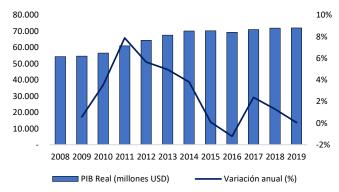


Gráfico 3: Evolución PIB Real en Ecuador. **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Previo a la pandemia, organismos multilaterales proyectaban un crecimiento de 0,2% en la economía del país para 2020, por efecto de la disminución en el consumo privado. Actualmente, el Banco Mundial estima una contracción de 6,0% para 2020, y el Fondo Monetario Internacional prevé una caída de 6,3% en la economía nacional¹. El Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y México (-6,6%). Se espera una recuperación económica a partir de 2021, con un crecimiento de 3,86% según el Fondo Monetario Internacional¹, y de 3,20% según el Banco Mundial⁴, Este último estima un crecimiento de 1,5% para 2022.

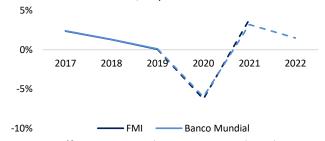


Gráfico 4: Previsiones de crecimiento para el Ecuador. **Fuente:** FMI y Banco Mundial; **Elaboración:** Global Ratings

DESPLOME EN EL PRECIO DE COMMODITIES

A partir del brote del Covid-19 y su expansión a nivel mundial, el transporte y la actividad industrial se paralizaron, y con ello, la demanda de energía y metales se desplomó. En respuesta, los precios de la mayoría de commodities, y principalmente del petróleo, se contrajeron dramáticamente.

³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales.

⁴ Banco Mundial. (2020, abril). Semiannual Report of the Latin America and Caribbean Region: The Economy in the Time of Covid-19.

⁵ Banco Central del Écuador. (2020, marzo). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 110.

⁶ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador.

⁷ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html

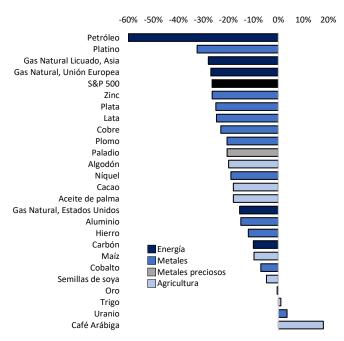
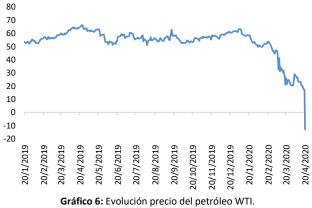


Gráfico 5: Impacto del Covid-19 en los precios de commodities. **Fuente:** Fondo Monetario Internacional; **Elaboración:** Global Ratings

Durante el mes de enero, la paralización de la economía china contrajo en más de 20% el gasto del país en petróleo⁸, lo cual redujo el precio internacional del crudo en 29% entre enero y febrero de 2020. La situación se agravó cuando los miembros de la OPEP+ no lograron acordar recortes en su producción generando una guerra de precios entre los principales exportadores. Ante esta decisión, el precio del petróleo cayó en 25% entre el 6 y el 9 de marzo. El lunes 20 de abril los precios del petróleo se desplomaron a niveles históricos, llegando incluso a cotizarse en números negativos, debido al exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes⁹.

El Fondo Monetario Internacional estima un precio promedio del petróleo de USD 35 por barril en 2020 y de USD 37 por barril en 2021. Los contratos de futuros de petróleo revelan que, en el mediano plazo, el precio del crudo bordeará los USD 45 por barril. Esto causará un decrecimiento de 4% en el grupo de exportadores de petróleo a nivel mundial¹.



Fuente: Yahoo Finance; Elaboración: Global Ratings

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, México, Venezuela, Ecuador y Colombia serán los más afectados de la región ya que sus costos de producción son más altos en relación con otros productores y tienen menor capacidad de soportar un periodo prolongado de precios bajos³.

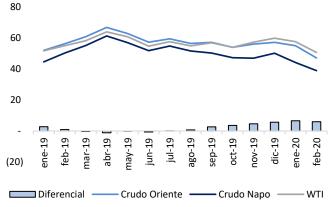


Gráfico 7: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD). **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para febrero de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo Oriente y crudo Napo fue de USD 44,60 por barril, el cual supone una disminución de 12,53% con respecto al precio promedio del mes de enero¹⁰. A partir de agosto del 2019, el diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano mantuvo una tendencia creciente, y alcanzó los USD 6,00 para febrero de 2020¹⁰. Se espera que para marzo el precio promedio del petróleo ecuatoriano haya caído a cerca de los USD 25 por barril¹¹. Al precio de venta actual, por debajo de USD 20 por barril, el Estado no puede cubrir el costo de los servicios petroleros, considerando que el costo promedio de producción en el país es de USD 19,50 por barril, y sumadas las tarifas promedio que se pagan en los contratos con productoras privadas, alcanzan aproximadamente los USD 23 por barril¹².

⁸ BBC News. (2020, febrero). *Coronavirus de China: por qué el precio del petróleo ha caído con tanta fuerza*. https://www.bbc.com/mundo/noticias-51373470

⁹ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339

¹⁰ Banco Central del Ecuador. (2020, marzo). Información Estadística Mensual No. 2017 – Marzo 2020.

¹¹ Grupo Spurrier. (2020, marzo). Análisis Semanal: PIB se contraerá. Año L # 13.

¹² El universo. (2020, marzo). Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción. https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica

Para compensar la caída en los precios, las empresas petroleras en el país incrementaron el volumen de producción. No obstante, el 07 de abril de 2020, las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, por lo cual la producción nacional diaria disminuyó en 205 mil barriles¹³. Esto obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones hasta mayo del presente año.

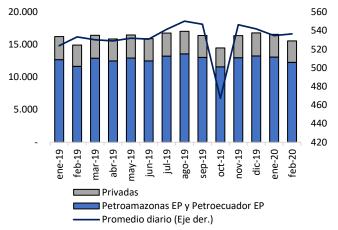


Gráfico 8: Producción de crudo ecuatoriano (miles de barriles). **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Considerando que la proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.500 millones¹⁴.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

En el caso del Ecuador, la situación actual representa una presión significativa sobre el presupuesto del Estado y cuestiona la sostenibilidad de las finanzas públicas. El Estado registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, y a partir del 2013 estos se profundizaron, y pasaron a representar más del 4% del PIB. Entre 2013 y 2014 el déficit fiscal creciente respondió a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹⁵, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros, y fue financiado con deuda. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, alcanzando USD 3.332 millones, equivalentes al 3% del PIB. En 2019 una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, generó un déficit de USD 4.043 millones, equivalente al 4% del PIB anual, lo que supone un incremento de 20% con respecto a 2018.



Gráfico 9: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado. **Fuente:** Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** Global Ratings

El déficit fiscal registrado al cierre de 2019 se vio afectado, parcialmente, por el nivel de recaudación tributaria, que alcanzó los USD 14.269 millones, una caída de 5,8% frente a la recaudación total de 2018, y USD 724 millones por debajo de la recaudación total presupuestada por el Estado para 2019. El impuesto con mayor contribución a la recaudación fiscal es el Impuesto al Valor Agregado, que representó el 46,85% de la recaudación total de 2019. El Impuesto a la Renta recaudado durante diciembre de 2019 fue 33,43% de la recaudación fiscal¹⁶.

Entre enero y marzo de 2020, la recaudación tributaria fue de USD 3.467 millones¹⁷. En marzo de 2020 la recaudación incrementó en 5,30% con respecto a marzo de 2019, debido a adelantos en el pago del Impuesto a la Renta y por la Contribución Única Temporal. La paralización en la actividad económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, determinada por la duración de las medidas restrictivas. El Ministerio de Finanzas estima una caída en los ingresos tributarios por USD 1.862 millones durante 2020 que, junto con la baja en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una contracción de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁸.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

Las medidas de confinamiento deterioran el capital empresarial y el nivel de empleo. La Organización Mundial del Trabajo prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial. En América Latina y el Caribe los niveles de informalidad son alarmantes: cerca del 53% de los trabajadores se emplean en el sector informali^{Error!} Marcador no definido. La paralización económica afectará a los trabajadores informales a través de menores ingresos diarios y un menor acceso a la protección social. Los sectores de comercio, transporte, servicios empresariales, y servicios sociales, basados en

¹³ El Comercio. (2020, abril). Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos. https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html

 ¹⁴ Primicias. (2020, abril). El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.
 https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/
 ¹⁵ El Universo. (2019, enero). Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado. https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado

¹⁶ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.

¹⁷ Servicio de Rentas Internas. Recaudación Nacional Enero – Marzo 2020.

 $^{^{18}}$ El Universo. (2020, abril). Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.

https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones

las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo formal en la región^{¡Error!} Marcador no definido.</sup>. Además, el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en los niveles de empleo en la región.

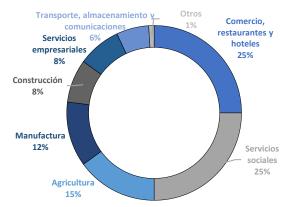


Gráfico 10: Composición de empleo formal en América Latina y el Caribe. **Fuente:** CEPAL; **Elaboración:** Global Ratings

La pérdida de los ingresos laborales se traducirá en un menor consumo de bienes y servicios, y, por lo tanto, en un mayor nivel de pobreza. Según estimaciones de la CEPAL, la pobreza en la región podría aumentar en 3,5% y la pobreza extrema podría crecer en 2,3%³. Por este motivo, se espera también un incremento en los niveles de trabajo infantil en la región.

	2019	2020
Población	613.476.000	619.205.000
Pobreza		
Número de personas en la pobreza	185.944.000	209.583.000
Variación absoluta	3.464.000	23.595.000
Tasa porcentual	30,3%	33,8%
Puntos porcentuales por año	0,3	3,5
Pobreza extrema		
Número de personas en extrema pobreza	67.487.000	82.606.000
Variación absoluta	4.774.000	15.119.000
Tasa porcentual	11,0%	13,3%
Puntos porcentuales por año	0.7	2.3

Tabla 1: Proyección de evolución de pobreza en América Latina.

Fuente: CEPAL: Elaboración: Global Ratings

En Ecuador, el 3,84% de la población económicamente activa estuvo desempleada en diciembre de 2019. El empleo adecuado disminuyó significativamente a partir del 2015, al pasar de 47% a 39%, y el desempleo urbano se situó en el 4,95%. Al 2019, el subempleo, que mide la proporción de la población que percibe ingresos inferiores al salario mínimo y/o trabaja menos de la jornada normal, ascendió a 18% y el otro empleo no pleno fue de 28%¹⁹. Estas personas son quienes trabajan en la informalidad, por lo cual es previsible un deterioro en la calidad de vida de la población. Entre enero y marzo de 2020, 20.430 afiliados solicitaron el beneficio de desempleo al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, número que representa el 80% de las solicitudes recibidas en 2019²⁰. Según cálculos oficiales, aproximadamente 508.000 personas podrían entrar en el desempleo durante 2020 y otras 233.000 entrarán en la

informalidad. Con el fin de flexibilizar la regulación laboral, el proyecto de Ley que envió el Ejecutivo a la Asamblea contempla los contratos emergentes por dos años y la reducción excepcional de la jornada.

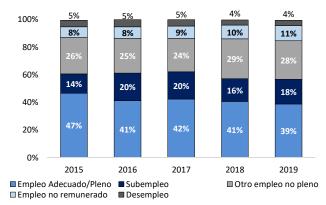
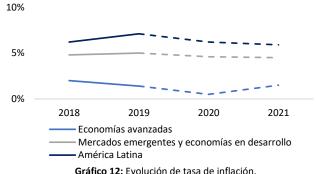


Gráfico 11: Evolución de tasas de empleabilidad en Ecuador. **Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Por otro lado, la paralización económica tendrá un efecto directo sobre los niveles de precios, con una variación considerable entre países. Por un lado, las disrupciones en las cadenas de suministro y la escasez de productos podrían ejercer una presión alcista sobre los precios, y por otro, el confinamiento y el debilitamiento de la demanda interna podrían generar una caída drástica en los niveles de inflación1.



Granco 12. Evolucion de tasa de limación.

Fuente: Fondo Monetario Internacional; Elaboración: Global Ratings

En las economías avanzadas, se espera una inflación de 0,5% al cierre de 2020, mientras que en las economías emergentes será de 4,60%. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 20211, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina. Se espera que los precios en el resto de los países de la región se mantengan estables en el corto plazo.

 $^{^{19}}$ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2019, diciembre). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo.

²⁰ El Comercio. (2020, abril). 20 430 afiliados pidieron el seguro de desempleo al IESS el primer trimestre. https://www.elcomercio.com/actualidad/afiliados-seguro-desempleo-iess-covid19.html

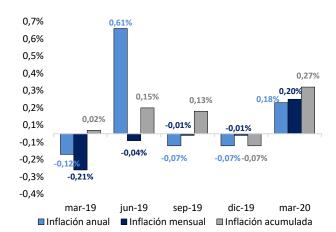
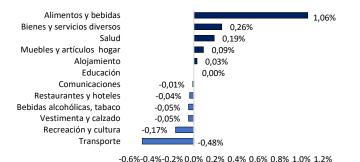


Gráfico 13: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Al cierre de 2019, la tasa de inflación anual en Ecuador fue de 0,07%. Esto refleja el deterioro en la calidad del trabajo y en el empleo adecuado, que resultan en una menor demanda de bienes y servicios. En marzo de 2020 se revirtió la tendencia negativa, alcanzando una inflación mensual de 0,20% y una inflación anual de 0,18%. Los rubros que impulsaron al alza el índice de precios fueron principalmente los alimentos y bebidas no alcohólicas, mientras que los rubros de transporte, y recreación y cultura presentaron inflación negativa, de -0,48% y -0,17%, respectivamente.²¹.



ita andicisita da bisanza caminina (m. 1911).

Gráfico 14: Inflación por división de bienes y servicios – marzo 2020. **Fuente:** INEC, **Elaboración:** Global Ratings

El Fondo Monetario Internacional prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021¹. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021⁴.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La situación económica actual ha llevado a los gobiernos a intervenir en los mercados a través de herramientas de política monetaria, como reducciones en las tasas de interés y programas de flexibilización cuantitativa basados en la compra de activos. A la fecha del presente informe, el rendimiento del bono del Tesoro Americano a 10 años es de $0,63\%^{22}$, mientras que el rendimiento del bono del Gobierno alemán se redujo a $-0,48\%^{23}$.

Debido a la creciente aversión al riesgo y a la demanda de activos líquidos, los principales índices bursátiles se desplomaron a niveles similares a los de la crisis financiera. Entre enero y febrero de 2020, el índice Dow Jones cayó en aproximadamente 12%. El 09 de marzo el índice presentó una contracción diaria de 8%, que se profundizó a 10% el 12 de marzo, y a 13% el 16 de marzo, reflejando el miedo generalizado, la caída en los precios del petróleo y la inminente recesión en Estados Unidos.

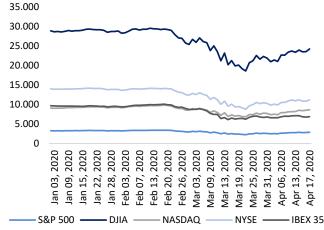


Gráfico 15: Evolución de indicadores bursátiles. **Fuente:** Yahoo Finance; **Elaboración:** Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez previa a la crisis del covid-19 era sólida. La oferta monetaria M1 (cantidad de dinero a disposición inmediata de los agentes), fue de USD 26.137 millones en febrero de 2020, monto que representa un incremento mensual de 1,64%, y una mejora anual de 4,96%. Por su parte, la liquidez total (M2) del sistema financiero, que incluye la oferta monetaria (M1) y las captaciones de otras sociedades de depósito, fue de USD 58.187 millones para febrero de 2020, monto 1,03% superior al del mes de enero de 2020, y que constituye un incremento anual de 8,93%¹⁰. Se espera una contracción en la liquidez total de la economía a partir de marzo, en función de la disminución en los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado.

²¹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, marzo). *Índice de Precios al Consumidor, Marzo 2020*

²² Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Daily Treasury Yield Curve Rates. https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019

 $^{^{23}}$ Germany 10-year Bond Yield Historic Data. https://www.investing.com/ratesbonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data

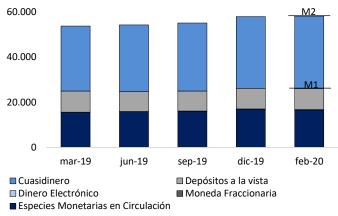


Gráfico 16: Oferta Monetaria (M1) y Liquidez Total (M2).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Para febrero de 2020, el sistema financiero nacional totalizó USD 32.051 millones de captaciones a plazo, monto que superó en USD 172 millones al de enero de 2020, y que supone un aumento anual de 12,40%. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 58,31% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, que representaron el 36,15% de las captaciones a plazo. El 64,38% de las captaciones a plazo se concentró en bancos privados, y el 30,52% se concentró en cooperativas. Los depósitos a la vista totalizaron USD 12.388, monto que supone un incremento mensual de 3,15% y anual de 0,82%. Los bancos privados captaron el 74,71% de los depósitos a la vista, mientras que el Banco Central captó el 24,34%10¹⁰.

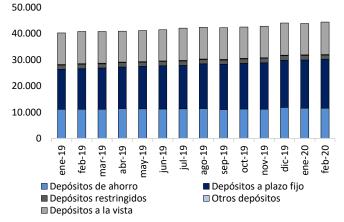


Gráfico 17: Evolución de captaciones del sistema financiero ecuatoriano (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

De acuerdo con la Asobanca, se registraron USD 31.279 millones de depósitos en la banca privada durante marzo de 2020, monto que supone una disminución mensual de 2,2% pero un aumento anual de 6,7%. En comparación con febrero, los depósitos de ahorro disminuyeron en 0,5% y los depósitos a plazo cayeron en 3,4%²⁴, debido a la necesidad de liquidez del sector real. La liquidez del sistema bancario fue de USD 10.000 millones.

El 16 de abril de 2020, el Ejecutivo envió a la Asamblea Nacional el proyecto de Ley Orgánica de Apoyo Humanitario para Combatir la

Crisis Sanitaria derivada del Covid 19, que contempla una contribución de trabajadores y sociedades, según sus niveles de ingresos y utilidades. Esto generaría ingresos por USD 908 millones, pero amenaza a la liquidez del sector real, dado que disminuirá el ingreso disponible y desalentará el consumo.

Para febrero de 2020 el crédito del sistema financiero al sector privado totalizó USD 44.874 millones, monto que superó en USD 297 millones al mes de enero, y que representa un crecimiento anual de $12\%^{10}$. Según la Asobanca, el saldo total de la cartera de créditos de los bancos privados fue de USD 30.046 millones, con un incremento anual de 8,9% pero una baja mensual de 0,4%. Del crédito total otorgado, el 59% se destinó al sector productivo y el 41% fue para actividades de consumo. Debido a la paralización económica a partir del mes de marzo, las empresas han recurrido a endeudamiento de corto plazo para financiar el capital de trabajo. La tasa de morosidad se mantuvo en niveles del 2,6%, similar a periodos anteriores, pero dada la limitación de liquidez en firmas y hogares, existe una alta probabilidad de que esta incremente a partir de abril.

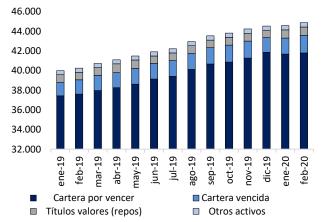


Gráfico 18: Evolución de colocaciones del sistema financiero ecuatoriano (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia²⁵. Asimismo, el 03 de abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con vencimientos en los próximos 120 días.

²⁴ El Telégrafo. (2020, abril). La banca muestra solvencia para enfrentar shocks de abril y mayo. https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/la-banca-muestra-solvencia-para-enfrentar-shocks-de-abril-y-mayo

²⁵ El Comercio. (2020, marzo). ¿Qué hacer frente a las deudas con bancos y tarjetas de crédito este fin de mes? https://www.elcomercio.com/actualidad/deudas-bancos-tarjetas-cuarentena-ecuador.html

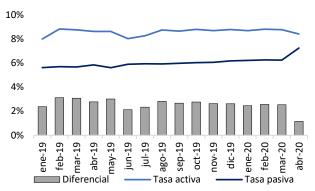


Gráfico 19: Evolución de tasas de interés referenciales en Ecuador. **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Entre marzo y abril de 2020, la tasa de interés activa referencial disminuyó de 8,77% a 8,40%, mientras que la tasa de interés pasiva incrementó de 6,24% a 7,24%, debido a la disminución de los depósitos durante el último mes. Consecuentemente, el diferencial de tasas de interés se contrajo entre marzo y abril de 2020, al pasar de 253 puntos base a 116 puntos base¹⁰.



Gráfico 20: Reservas internacionales y Reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

En el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos de las instituciones financieras en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. Al 31 de marzo de 2020 las reservas internacionales alcanzaron los USD 1.990 millones, con una disminución mensual y anual de 39%, y que representa una caída cercana a USD 1.290 millones en cuatro semanas. El monto de reservas internacionales en marzo de 2020 cubrió en 42,51% a los pasivos monetarios de la entidad. Las reservas bancarias en el Banco Central alcanzaron los USD 4.603 millones en marzo de 2020, con una disminución mensual de 7,16%. De esta manera, las reservas internacionales cubrieron en 43,24% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central¹⁰.

SECTOR EXTERNO SE DETERIORA

Según estimaciones del FMI, el comercio mundial se contraerá en 11% durante 2020, con un mayor impacto en las economías avanzadas, y se recuperará en 8,40% en 2021, con un mayor impulso en las economías emergentes, que son altamente dependientes del sector externo¹.

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit de USD 820,10 millones, monto que representa un alza de USD 1.298 millones con respecto al déficit registrado en 2018. Las exportaciones petroleras representaron el 39% de las exportaciones totales. Entre enero y febrero de 2020 la balanza comercial registró un superávit de USD 458 millones, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando se registró un déficit de USD 244 millones. Las exportaciones totales entre enero y febrero de 2020 fueron de USD 3.732 millones, con un crecimiento interanual de 13%. Las exportaciones petroleras entre enero y febrero de 2020 representaron el 30,76% de las exportaciones totales, con un monto de USD 1.148 millones, que constituye una disminución interanual de 5%, relacionada con la caída en los precios del petróleo. Las importaciones petroleras alcanzaron USD 1.999 millones entre enero y febrero de 2020, por lo cual la balanza petrolera registró un superávit de USD 486 millones. Por otro lado, la balanza no petrolera presentó un déficit de USD 28,20 millones entre enero y febrero de 2020, con una mejora respecto al mismo periodo de 2019, cuando la se registró un déficit no petrolero de USD 824 millones²⁶. Los productos más representativos dentro de las exportaciones no petroleras fueron las flores naturales, los enlatados de pescado, y los productos mineros.

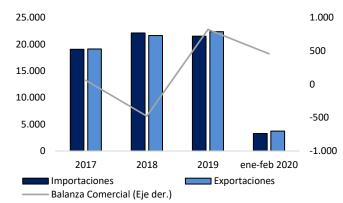


Gráfico 21: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD). **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El Colegio de Economistas de Pichincha estima que la exportación de productos ecuatorianos se ha reducido en 30% durante 2020. Uno de los sectores más afectados por la crisis a nivel nacional es el floricultor, con pérdidas aproximadas de USD 40 millones y una disminución de 80% en sus exportaciones hacia sus principales mercados²⁷. En caso de que la cuarentena se prolongue, existe el

²⁶ Banco Central del Ecuador. (2020, abril). *Evolución de la Balanza Comercial, Enero – Febrero 2020*.

²⁷ Primicias. (2020, abril). En menos de un año el sector florícola ha perdido USD 80 millones. https://www.primicias.ec/noticias/economia/floricola-flores-perdida-emergencia-sanitaria-coronavirus/

riesgo de que cosechas de otros productos agrícolas de exportación, como el café, se pierdan²⁸.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

Sector Inmobiliario, Construcción e Hipotecario

La construcción es considerada un sector estratégico y un motor de desarrollo, por su alto impacto económico y social. Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la paralización económica, considerando que el desempeño del sector ha sido deficiente desde 2015. A pesar de que las expectativas para 2019 eran favorables, la construcción se contrajo en función del desempleo, el deterioro en la calidad del trabajo y la menor liquidez circulando en la economía²⁹. Asimismo, el sector inmobiliario cerró el año con una desaceleración del 17% (933 unidades menos), con respecto al 2018, y se vio afectado por la disminución de los créditos hipotecarios otorgados por el BIESS a nivel nacional, los cuales disminuyeron en 11,7% (USD 232,2 millones) comparado con el año anterior. A pesar de que la actividad económica sectorial presentaba una leve recuperación a partir de mediados de 2018, con un incremento significativo en la tendencia de reservas de inmuebles y en las ventas del sector, en 2019 ha vuelto a recaer³⁰. La crisis del Covid-19 supone una presión adicional para el sector, dado que las medidas de confinamiento detienen los proyectos, alteran las cadenas de suministro y el acceso a materiales, y generan una crisis de liquidez.

Dentro de la industria de la construcción se incluyen las actividades corrientes y especializadas de construcción de edificios y obras de ingeniería civil, sean nuevas, reparaciones, ampliaciones o reformas, las estructuras prefabricadas y la construcción de obras temporales. De acuerdo con la clasificación industrial del Instituto Nacional de Estadística y Censos, las actividades corrientes de construcción incluyen la construcción completa de viviendas, edificios de oficinas, locales de almacenes y otros edificios públicos y de servicios. Por otro lado, la construcción de obras de ingeniería civil incluye carreteras, calles, puentes, túneles, líneas de ferrocarril, aeropuertos, puertos y proyectos de ordenamiento hídrico, sistemas de riego, redes de alcantarillado, instalaciones industriales, tuberías, líneas de transmisión de energía, instalaciones deportivas, entre otras. Por su parte, las actividades inmobiliarias incluyen a actividades de

arrendadores, agentes y/o corredores en operaciones de venta o compra de bienes raíces, alquiler de bienes raíces y prestación de servicios inmobiliarios. Estos trabajos pueden llevarse a cabo con bienes propios o arrendados, o a cambio de una retribución o por contrato³¹.

El sector de la construcción creció sostenidamente durante la década de 2004 a 2014, periodo en el cual mantuvo una tasa de crecimiento promedio de 6,94%, y alcanzó un PIB real de USD 6.893,46 millones. Sin embargo, a partir de 2015, la industria de la construcción mantuvo una tendencia decreciente, impulsada por la recesión del ciclo económico y la disminución de los ingresos del Estado, que frenaron los proyectos de inversión pública en infraestructura y contrajo la inversión privada en edificaciones. Entre 2015 y 2017, el sector de la construcción se contrajo en USD 733,6 millones en términos constantes, y llegó a los USD 6.160 millones en 2017, lo cual constituye una caída de 4,41% frente a 2016³². Al término de 2018, el Valor Agregado Bruto de la industria de la construcción alcanzó un monto de USD 12.125 millones en términos nominales, que constituye una recuperación de 0,56% frente al cierre de 2017. Para 2019, el recorte de 18% en la inversión pública, la desaceleración en la colocación de crédito para vivienda, el aumento en el desempleo y la paralización del mes de octubre, ocasionaron una contracción de 5,16% en el sector de la construcción, que alcanzó un VAB nominal de USD 11.691 millones.

²⁸ El Universo. (2020, abril). De mantenerse la cuarentena hay riesgo de perder la cosecha del café. https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/19/nota/7817229/cosecha-cafe-produccion-exportacion-30-mas-perdidas-covid-19-pablo

²⁹ El Comercio. (2020, enero). La construcción cayó en el 2019, promotores arman estrategias. https://www.elcomercio.com/actualidad/construccion-ecuador-promotoresestrategias-economia.html

³⁰ Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador (APIVE). Reporte de Asociados: Noviembre-Diciembre/2019. Enero 2020.

³¹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. Manual de Usuario CIIU – Clasificación Industrial Internacional Uniforme

³² Banco Central del Ecuador. Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No. 01-2019-ENED.

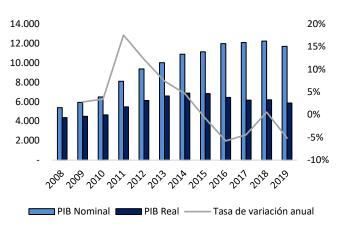


Gráfico 22: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación anual del sector construcción.

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Tras 13 trimestres consecutivos de decrecimiento, el sector de la construcción presentó una recuperación durante el primer trimestre de 2018, en que creció a una tasa trimestral de 1,18% y alcanzó un PIB real de USD 1.554,48 millones. Durante el segundo trimestre de 2018, el PIB real de la industria de la construcción alcanzó los USD 1.557,23 millones. Esta recuperación en el sector fue impulsada por la derogatoria de la Ley de Plusvalía, que fomentó la reanudación de proyectos que se encontraban paralizados, lo cual generó plazas de empleo. Asimismo, la recuperación del sector fue impulsada por la Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y el empleo de los distintos sectores. Para el cuarto trimestre de 2018, el PIB real del sector alcanzó los USD 1.528,93 millones, monto que representa una disminución de 1,83%, con respecto al tercer trimestre de 2018, y es similar a la cifra alcanzada durante el mismo periodo de 2017. Los dos primeros trimestres de 2018 mantuvieron una tendencia al alza, sin embargo, a partir del tercer trimestre la construcción ha tenido un decrecimiento constante hasta el segundo trimestre de 2019. El tercer trimestre de 2019 mostró una leve mejora de 0,42% con respecto al trimestre anterior, alcanzando un PIB real de USD 1.476,8132. Para el cuarto trimestre de 2019, el deterioro de la actividad inmobiliaria y el recorte de la inversión del estado en infraestructura ocasionaron una caída de 1,78% en el PIB del sector con respecto al tercer trimestre de 2019, y de 3,34% con respecto al mismo periodo de 2018.



33 Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador (APIVE) Tendencias y

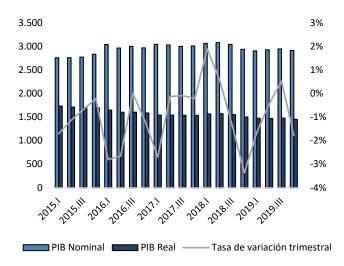


Gráfico 23: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación trimestral del sector construcción.

Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: Global Ratings.

La importancia de este sector es que está estrechamente relacionado con el estado de la economía, se mueven en la misma dirección, y, adicionalmente, es un multiplicador de empleo y distribución de la renta. El sector ecuatoriano provee ingresos de manera directa e indirecta a 2.296.606 personas³³.

Las expectativas internacionales de crecimiento para la industria de la construcción son negativas, con una contracción esperada de -1,4% en la construcción a nivel mundial durante 2020. En el país, la situación se perfila bastante similar. La implementación de las medidas de confinamiento y la consecuente paralización en la actividad económica detienen los proyectos en ejecución, limitan el acceso a materiales debido a disrupciones en la cadena de producción y demoran los proyectos en etapas previas en construcción que dependen de la obtención de permisos y aprobaciones. Adicionalmente, la contracción esperada en los niveles de liquidez en el mercado debido a la reducción en los ingresos del sector real, conducirán a una menor demanda inmobiliaria, y, por lo tanto, a una menor actividad en el sector de la construcción. A raíz de la declaratoria del Estado de Excepción en el Ecuador, aproximadamente el 80% de las empresas que operan en el sector de la construcción detuvieron sus actividades, debido a la naturaleza del negocio, por lo cual muchas de las pequeñas y medianas empresas en el sector afrontan el riesgo de quiebra³⁴. Alrededor de USD 400 millones de proyectos están represados por la paralización de servicios dentro de la cadena de la construcción35.

Hace 15 años, la industria de la construcción ocupaba el octavo lugar entre los sectores con mayor importancia dentro del PIB

Perspectivas del Sector Inmobiliario en Ecuador. D iciembre2019.

34 El Univero. (2020, marzo). Empresas en apuros para pagar fin de mes y peor aún en abril de 2020.

https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/29/nota/7798914/sueldos-empresas-coronavirus-ecuador

³⁵ El Universo. (2020, abril). Construcción pide a las autoridades reanudar actividades notariales en Ecuador.

https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7818336/construccion-pide-autoridades-reanudar-actividades-notariales

nacional. Para 2007, alcanzó la sexta posición, con una participación de 6,35% dentro del PIB. Sin embargo, tras el boom inmobiliario, para 2013 el sector de la construcción se consolidó como la tercera rama más importante de la economía. Para 2018, el PIB de la industria de la construcción fue de USD 12.125 millones corrientes, representando el 11,27% del PIB nacional. Este porcentaje convirtió al sector de la construcción en la segunda industria no petrolera con mayor participación en la economía ecuatoriana, antecedido únicamente por el sector de la manufactura, y seguido por el sector del comercio, con participaciones de 13,12% y 9,64%, respectivamente. Esta composición se mantuvo para 2019, a pesar de la contracción en la actividad del sector. Según datos del Banco Central del Ecuador, al cierre de 2019 el PIB de la construcción representó el 10,88% del PIB nacional, manteniéndose como el segundo sector con mayor participación en la economía del país.

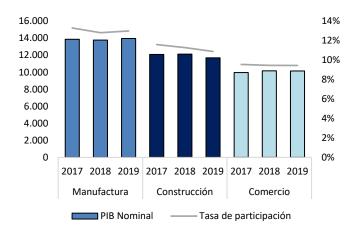


Gráfico 24: Evolución PIB (millones USD) y participación por sector. **Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Entre 2002 y 2017, el número de permisos de construcción incrementó en 51,42%. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, en el 2018 se concedieron 30.630 permisos de construcción por parte de los municipios alrededor del país, que representan un aumento comparado con 2017, cuando se emitieron 29.884 permisos, lo que implica una variación positiva de 2,50%. Del total de potenciales edificaciones (35.639) para 2018, el 84,1% correspondió a construcción de edificaciones residenciales, el 9,4% a construcciones no residenciales y el 6,5% restante a la construcción de viviendas mixtas. Del total de edificaciones la mayor parte se concentró en la provincia del Guayas con 9.171, que representa el 25,7%, seguido por Pichincha y Azuay, en donde se alcanzó 6.110 y 2.444 construcciones, respectivamente. A diferencia de 2017, Azuay sobrepasó a Manabí en número de proyectos, provincia que desaceleró su nivel de actividad en el sector de la construcción.

En cuanto a la distribución por tipo de obra en 2018, el 88,1% fueron nuevas construcciones (31.381), el 8,9% fueron ampliaciones de construcciones ya existentes (3.171), y 3,1% corresponde a proyectos de reconstrucción (1.087)³⁶.

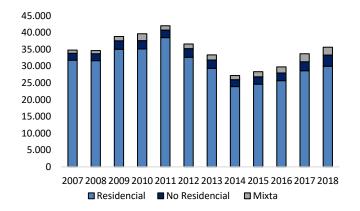


Gráfico 25: Evolución de permisos de construcción en Ecuador, según tipo de construcción.

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

El número de viviendas a nivel nacional mantuvo una tendencia creciente entre 2014 y 2018, año en el que totalizaron las 65.347 viviendas. De este total, el 49,95% fueron viviendas para 3 o más familias, el 31,04% fueron residencias para una familia, el 9,44% fueron viviendas para 2 familias y el 9,57% restante fueron viviendas mixtas con funciones residenciales y comerciales. El número de residencias para 3 o más familias impulsó el decrecimiento del número de viviendas a nivel nacional entre 2013 y 2017. A pesar de que en 2018 hubo una recuperación de 19,16% con respecto al periodo anterior, el número de viviendas sigue siendo 22,34%, menor al valor con el que se cerró el año 2013³6.

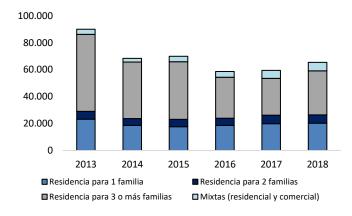


Gráfico 5: Número de viviendas clasificadas por tipo (2013-2018). **Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Tras la derogación de la Ley de Plusvalía, la eliminación del techo del pago de las utilidades a los trabajadores y el anuncio de facilidades para la compra de vivienda en octubre de 2018, se inició un nuevo ciclo para el sector inmobiliario en el país. Para

³⁶ Instituto Nacional de Estadística y Censos. *Encuesta de Edificaciones 2018.*

2019, se esperaba una mejora de las unidades de reserva con el aumento de los incentivos de compra como los anuncios gubernamentales de viviendas, sin embargo, estos no lograron dinamizar la demanda como se esperaba. Las unidades de vivienda reservadas en 2019 presentaron un decrecimiento de 17,2% frente al año anterior (921 unidades menos). Asimismo, la variación porcentual de reservas fue de 29,3% (1.005 unidades más) con respecto a 2012 y -49,9% (4.255 unidades menos) en relación con 2016. Durante los tres primeros meses de 2019, las unidades reservadas netas disminuyeron en 15,6% frente al mismo periodo de 2018. El crecimiento de las reservas netas en el año 2018 estuvo impulsado por la recuperación de aquellas con rango de precio de USD 100.001 en adelante, las mismas que se volvieron a contraer en 2019. Durante los últimos años se ha observado que las viviendas con rangos más bajos (USD 0- USD 40.001 y USD 40.001-USD 70.000) son las más afectados por la crisis y quienes comprenden la mayor parte del déficit de viviendas, que son aquellos hogares que no cumplen con las necesidades básicas de material habitacional³³.

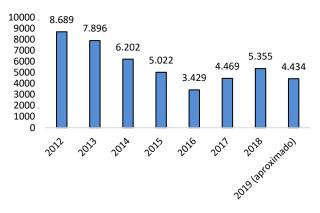


Gráfico 26: Evolución de unidades reservadas netas (periodo enerodiciembre).

Fuente: APIVE; Elaboración: Global Ratings

Pese a que el gobierno intentó reactivar la actividad económica del sector para el año 2019, la desaceleración fue inevitable. Para diciembre de 2019, el déficit habitacional cualitativo disminuyó en 2,1% con respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el número de viviendas ofertadas en el país se contrajo a lo largo del año, lo que refleja la desmejora en las condiciones y perspectivas del sector. Para septiembre de 2019, la mayor parte de viviendas ofertadas se encontraron en un rango de precios de entre USD 100.001 y USD 150.000, que representó el 22,7%. En segundo lugar, se encuentran las viviendas de entre USD 200.001 y USD 250.000, que representan el 14,8% de la oferta nacional. Las viviendas de entre USD 60.0001 y USD 70.000 ocupan el tercer lugar con el 14,0% del total ofertado.

Se espera que para 2020 el estancamiento económico se prolongue especialmente tras las sublevaciones sociales y la crisis sanitaria generada por el coronavirus. Se prevé, con cierta incertidumbre, una tasa de crecimiento optimista de 0,6% con una inflación anual de 1,5%. A pesar de que el pronostico no es bueno, se espera que se abran nuevas oportunidades de inversión extranjera directa con la creación de la REIFTS (Fondos y Sociedades de Inversión en bienes inmuebles para alquiler), así como el renombre que ha adoptado Ecuador como destino predilecto para retirado que impulsa el turismo inmobiliario.

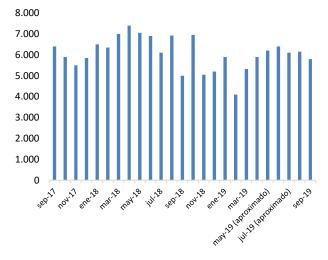


Gráfico 27: Evolución oferta de vivienda. **Fuente:** APIVE; **Elaboración:** Global Ratings

El Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR) mide el desempeño económico-fiscal de los sectores productivos de la economía. Para el mes de diciembre de 2019, el sector de la construcción obtuvo un INAR de 170,38 puntos, cifra 51,23% mayor a la de diciembre de 2019, y 73,02% superior a la alcanzada en el mes de enero de 2019. Por su parte, las actividades inmobiliarias obtuvieron un índice de actividad de 98,88 puntos en enero de 2020, cifra que se mantuvo estable con respecto a diciembre de 2019 y que representa un incremento de 7,30% frente a enero de 2019.



Gráfico 28: Índice de Nivel de Actividad Registrada **Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a los indicadores laborales, según la encuesta de empleo del Instituto Nacional de Estadística y Censos, el nivel de empleo en el sector de la construcción se contrajo durante el último año, coherente con la actividad del sector. Para diciembre de 2019, el 6,08% de la población empleada se ocupó en este sector, manteniéndolo en sexto lugar en la generación de empleo del país, tras alojamiento y servicios de comida.

SECTOR	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura y pesca	30,11%	29,77%	29,68%	29,41%
Comercio	17,52%	18,30%	18,55%	17,93%
Manufactura (incluida refinación de petróleo)	10,48%	10,26%	9,99%	10,32%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	6,50%	6,45%	6,60%	6,69%
Alojamiento y servicios de comida	6,20%	6,52%	6,55%	6,13%
Construcción	6,15%	5,80%	5,76%	6,08%
Transporte	5,80%	5,61%	5,38%	5,78%
Actividades de servicios financieros	0,68%	0,82%	0,74%	0,66%
Suministro de electricidad y agua	0,52%	0,46%	0,47%	0,58%
Petróleo y minas	0,62%	0,43%	0,46%	0,49%
Otros	15,42%	15,58%	15,81%	15,92%
Total	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tabla 2: Porcentaje de generación de empleo por sector. **Fuente**: INEC; **Elaboración**: Global Ratings

A partir de la contracción de la construcción desde 2015, el empleo total generado por actividades de construcción y venta de bienes inmuebles mantuvo una tendencia decreciente. De igual manera, el nivel de empleo adecuado en el sector disminuyó desde 2015 a 2019, señal de informalidad creciente en el sector. Dada la tendencia anterior, la participación del sector de la construcción en la provisión de empleo a nivel nacional disminuyó de 6,81%, en marzo de 2018, a 6,15% en marzo de 2019 y a 6,08% en diciembre del mismo año. No obstante, esta última cifra presenta una recuperación frente al tercer trimestre de 2019, en que la generación de empleo del sector alcanzó el 5,76% del total nacional³⁷.

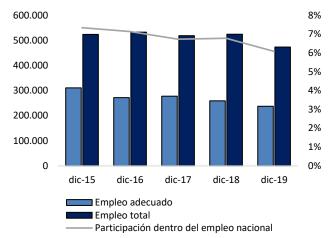


Gráfico 29: Evolución del empleo en el sector de la construcción. **Fuente**: INEC; **Elaboración**: Global Ratings

Cabe resaltar que aproximadamente el 38% del empleo en el sector de la construcción es empleo formal, mientras que el 62% del empleo en el sector son plazas de trabajo informales. La industria de la construcción es importante en el desarrollo laboral a nivel nacional, ya que genera amplias fuentes de trabajo para mano de obra no calificada; aproximadamente el 49,2% de la mano de obra no calificada corresponde a la construcción³⁸. Por lo tanto, la paralización en las actividades del sector supone una amenaza a la calidad de vida de la población más vulnerable en el país. En este sentido, los gremios del sector han planteado al ejecutivo la consideración de diversas modalidades de contratación ante la situación actual, para poder generar empleado para una mayor cantidad de personas.

En cuanto a los indicadores laborales de las actividades inmobiliarias, se evidencia un deterioro durante el último año. El Índice de Puestos de Trabajo, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades inmobiliarias, fue de 79,61 puntos en febrero de 2020, que, si bien representa un alza de 1,30% con respecto al mes de enero de 2020, constituye una contracción de 2,57% frente a febrero de 2019, en línea con la contracción del sector. Por su parte, el Índice de Horas Trabajadas, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades inmobiliarias, alcanzó los 114,44 puntos en febrero de 2020, con un incremento anual de 3,07% y una variación mensual de 7,60%. Esto señala que, si bien existen menos personas desempeñándose en estas actividades, emplean más horas durante sus labores. Finalmente, el Índice de Remuneraciones, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades inmobiliarias, fue de 76,04 puntos en febrero de 2020, con una disminución mensual de 5,64% y anual de 5,75%, lo cual

https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/sector-construccion-nodespierta-en-primeros-cincos-meses-2019/

³⁷ Instituto Nacional de Estadística y Censos. Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – Diciembre 2019.

³⁸ Primicias. (2019, julio). La timidez e incertidumbre del consumidor siguen muy arraigadas al momento de mirar o reservar un proyecto.

señala un deterioro generalizado en los niveles de ingresos percibidos por el sector durante el último año.

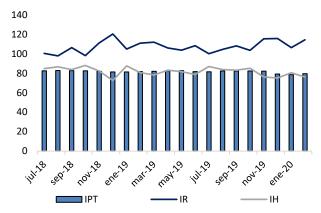


Gráfico 30: Índice de Puestos de Trabajo, Índice de Remuneraciones e Índice de Horas Trabajadas – actividades inmobiliarias.

Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Por otro lado, el Índice de Precios de la Construcción (IPCO) es un indicador que mide mensualmente la evolución de los precios de los materiales, equipo y maquinaria de la construcción, a nivel de productor y/o importador. A febrero de 2020 este indicador se ubicó en 243,97, cifra que constituye una disminución de 0,11% con respecto a enero de 2020 y un alza de 0,96% frente al IPCO de febrero de 2019. Entre los productos que más subieron e impulsaron el índice al alza están las placas y adoquines de piedra, interruptores y tomacorrientes, las centrales telefónicas, los aditivos para hormigones asfálticos, el acero estructural para puentes, los artículos de soldadura, los ascensores, los perfiles estructurales de acero y los equipos para tratamiento de aguas residuales. Dentro de los materiales que más bajaron están los ladrillos comunes de arcilla en Chimborazo y Azuay, las pinturas anticorrosivas, los combustibles, el equipo de aire acondicionado y oxígeno y las pinturas al látex 39.

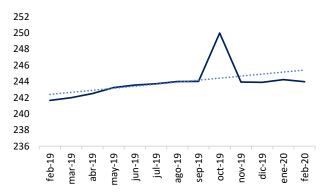


Gráfico 31: Índice de precios de la construcción. **Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

La determinación de la demanda de los productos y servicios en el sector de la construcción es complicada dado el costo, tamaño, durabilidad y naturaleza de la inversión en el sector. La sensibilidad de la demanda del sector de la construcción ante el incremento de precios depende, por lo tanto, del nivel y naturaleza del producto o servicio demandado dentro de esta industria. Por otro lado, la oferta de la industria de la construcción se caracteriza por ser inelástica a los precios en el corto plazo, dado que los proyectos de construcción no se pueden planificar con poca anticipación, y estos están limitados a la cantidad de terrenos y a los recursos disponibles para la construcción. Por lo tanto, en el corto plazo, los precios en el sector de la construcción están determinados por la demanda.

Con respecto al financiamiento del sector, al finalizar el año 2019 el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Biess) otorgó USD 610 millones en créditos hipotecarios; sin embargo, la meta inicial era entregar aproximadamente USD 900 millones ya que en 2018 desembolsó un monto total de USD 828 millones. Esta reducción es consecuencia directa de la contracción de la economía ecuatoriana. En cuanto a los créditos de la banca privada, estos también tuvieron un descenso anual, de USD 748 millones en 2018, pasaron a conceder USD 669,5 millones en 2019⁴⁰. Entre enero y septiembre de 2019, el BIESS transfirió un total de USD 471.833,6 millones en un total de 10.625 operaciones. De estas, la mayoría fueron destinadas a la compra de viviendas terminadas, a la compra de terrenos y a la construcción41.

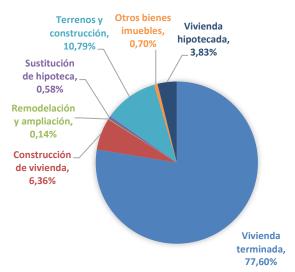


Gráfico 32: Valor Transferido Neto por el BIESS. **Fuente:** BIESS; **Elaboración:** Global Ratings

La relación crédito- sobre- PIB ha disminuido desde el año 2012, cuando se alcanzó un nivel de 31,6%, mientras que en la cifra

³⁹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. Índice de Precios de Materiales, Equipo y Maquinaria de la Construcción – Febrero 2020

⁴⁰ Revista Ekos- Febrero 2020. https://www.ekosnegocios.com/articulo/menos-creditos-hipotecarios-se-entregaron-en-2019

 $^{^{\}rm 41}$ Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. *Reporte Estadístico Octubre 2010 — Septiembre 2019.*

calculada al mes de junio de 2019 se muestra un retroceso importante, llegando a niveles del 28,3%33.

Durante el cuarto trimestre de 2019, 9% de las empresas que operan dentro del sector de la construcción demandaron nuevos créditos. Si se analizan las empresas según su tamaño, el 12% de las empresas grandes presentaron solicitudes de crédito durante el cuarto trimestre de 2019, en comparación con el 7% de las pequeñas y medianas empresas, y el 4% de las microempresas. De las empresas del sector que no solicitaron créditos durante el cuarto trimestre de 2019, el 40% no tuvo necesidad de financiamiento, el 30% se financió con recursos propios, el 12% no lo hizo porque ya posee un crédito vigente y el 7% no lo hizo porque la situación actual del negocio durante el periodo no se lo permitió. El 85% de la demanda de crédito en el sector de la construcción fue destinado para capital de trabajo, el 7% para inversiones y adquisición de activos, y el 7% para restructuración y pago de deudas. Se prevé que, para el primer trimestre de 2020, las solicitudes de crédito provengan de empresas grandes, empresas pequeñas y medianas y microempresas del sector de la construcción en un 20%, 18% y 29%, respectivamente.

El volumen de crédito colocado entre los meses de enero a diciembre de 2019 en el sector de la construcción fue de USD 1.340.29 millones. lo cual representó un decrecimiento del 35,91% frente al mismo periodo de 2018. Esto señala la mala situación económica y la ralentización de la actividad de construcción. Los principales créditos de construcción se destinaron a actividades de construcción de carreteras, construcción de edificios, obras de ingeniería civil, proyectos de servicios públicos, fontanería, preparación de terreno, entre otras actividades de construcción. Por otro lado, el volumen de crédito colocado por el sistema financiero para las actividades inmobiliarias en 2019 alcanzó los USD 620,46 millones. Este monto constituye un alza de 14,71% frente a 2018. Entre las principales actividades inmobiliarias destacan las actividades de compra, venta, alquiles y explotación de bienes inmuebles, la promoción de proyectos de construcción, las actividades de intermediación en la compra y venta de bienes inmuebles, las actividades de agentes corredores inmobiliarios, entre otros⁴².

Si bien el 2018 fue un año de liquidez, su impulso no fue suficiente para sacar al sector de la crisis en la que se encuentra desde hace varios años. El sector inmobiliario financiero se vio afectado por la disminución de la inversión pública y privada, es por ello por lo que las operaciones crediticias se redujeron en aproximadamente 28,5% en el sector público y un 38,2%, en el privado⁴³.

Gráfico 33: Montos de crédito colocados (USD millones) **Fuente:** Superintendencia de Bancos; **Elaboración:** Global Ratings

Se espera que parte del programa de crédito ágil por USD 50 millones estructurado por la Corporación Financiera Nacional (CFN), mediante una inversión del BIESS, en el marco de la emergencia actual, contribuya a mantener la posición de las empresas del sector durante la paralización. No obstante, directivos del gremio de constructores establecen que es fundamental el incremento en los créditos hipotecarios a tasas convenientes, con el fin de incentivar la demanda, así como que se destinen fondos provenientes de organismos multilaterales para la reactivación del sector.

El viernes 17 de abril, la Ministra de Gobierno María Paula Romo estableció que se implementará un plan piloto para la reactivación del sector de la construcción en medio de la pandemia por el Covid-19. Para esto, el Comité de Operaciones de Emergencia nacional revisarán 25 proyectos públicos y privados bajo consideración, para seleccionar aquellos que cumplen con protocolos de salud y seguridad, considerando la ubicación, la movilidad del personal, la implementación de puntos de sanitización en las obras, entre otros factores. La reactivación del sector será gradual, y no comprenderá a la totalidad de la industria, sino solamente a aquellos proyectos específicos que cuenten con los permisos especiales para operar. Se estima que, con el plan piloto, alrededor del 0,7% de la fuerza laboral del sector, equivalente a entre 3.000 y 3.500 trabajadores, retome sus actividades gradualmente. De esta manera el plan piloto podrá establecer lineamientos para la reactivación paulatina de otros sectores de la economía⁴⁴.

En cuanto a las fuerzas competitivas del sector de la construcción, existe un bajo poder de negociación de proveedores, considerando que la industria utiliza materia prima de alta disponibilidad y bajo valor agregado. Asimismo, los proveedores no tienen capacidad para abastecer de manera más barata más de un componente para la construcción. Por otro lado, el poder de negociación de los compradores privados es bajo, mientras

<sup>2500

2000

1500

1000

500

2015

2016

2017

2018

2019</sup>Construcción

Actividades inmobiliarias

⁴² Superintendencia de Bancos. Portal Estadístico – Volumen de Crédito.

⁴³ Revista Ekos- Enero 2020. https://www.ekosnegocios.com/articulo/la-construccion-vuelve-al-agujero-negro

⁴⁴ El Comercio. (2020, abril). Covid-19 en Ecuador: ¿Qué pasó con el 'plan piloto' para la construcción? https://www.elcomercio.com/actualidad/sector-construccion-piloto-coe-coronavirus.html

que el poder de negociación del sector público es elevado considerando los montos, así como la adjudicación de proyectos futuros a las empresas dentro de la industria.

Existen diversas barreras de entrada que limitan la participación de nuevos competidores en el sector de la construcción. Entre estas, la inversión inicial necesaria es muy elevada. Asimismo, las economías de escala incrementan los costos de producción para los competidores nuevos en comparación con los más grandes y con mayor participación en el mercado, debido a las diferencias en la aplicación de tecnologías y procesos innovadores, así como a las magnitudes de los proyectos y al conocimiento del negocio. De igual manera, existe una tendencia de formación de alianzas estratégicas y colaboración entre empresas para participar del mercado, así como una mayor colaboración en alianzas públicoprivadas, que limitan la participación de nuevas empresas dentro del sector. Una última barrera de entrada es el cumplimiento de ordenanzas gubernamentales en cuanto al uso del suelo, edificación, aprobación de planos previo a la construcción, lo cual aplaza la puesta en marcha de nuevos proyectos y limita la participación de nuevos competidores.

Por el contrario, las barreras de salida de la industria son bajas, considerando que, al finalizar la ejecución de las obras, no existen activos significativos de desinversión dado que las contrataciones de materiales y personal generalmente se realizan por proyectos. No obstante, en casos en que existe una caída de actividad próxima a la adquisición de nueva maquinaria, o una revolución tecnológica que vuelva obsoletos los productos adquiridos, los costos fijos podrían ser una barrera de salida significativa.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena posición en su sector a pesar de la competencia existente, mantiene una buena imagen corporativa y una buena posición dentro del sector donde desempeña sus actividades.

El Originador

El club social, cultural y deportivo GUAYAQUIL COUNTRY CLUB fue constituido el 09 de mayo de 1933 bajo el nombre de Sociedad Anónima Country Club de Guayaquil.

Posteriormente, conforme manda la Disposición General Décima Cuarta de la Ley del Deporte, Educación Física y Recreación; la organización modificó sus estatutos y su personalidad jurídica mediante Oficio Nro. MD-DJAD-2012-0106-O el 27 de enero de 2012 y procedió a registrarse como organización deportiva asimilada a club deportivo formativo, bajo el número de registro 2011-06-07-001 del Libro de Clubes Sociales / IRP / Clubes Privados Asimilados que lleva la Secretaría de Deporte.

De esta manera, de conformidad a la Disposición General Décima Cuarta del Reglamento de la Ley del Deporte, con fecha 11 de octubre de 2016 y 14 de marzo de 2017, el Club Social, Cultural y Deportivo GUAYAQUIL COUNTRY CLUB resolvió por unanimidad de las Asambleas Generales Extraordinarias, aprobar la Reforma de su Estatuto.

Actualmente, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una institución social y deportiva de carácter privado, cuyo principal objetivo es fomentar el deporte del golf y cualquier otro que resolviere desarrollar, al ser una organización sin fines de lucro, no persigue el lucro como fin. En caso de que se generen beneficios, éstos servirán exclusivamente para cumplir con los fines propios de la institución.

El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con más de 85 años de funcionamiento y se enfoca en brindar a sus socios un espacio en la ciudad de Guayaquil para realizar deporte, vida social y disfrute de la naturaleza a través de sus instalaciones. La sede actual se encuentra en vía a Daule desde el año 1976, lugar donde ha acogido por más de cuatro décadas a destacados golfistas, jinetes, tenistas y nadadores del país. Para el año 2020, la organización planea la construcción de su nueva sede en Samborondón como una forma de adaptarse a la realidad contemporánea, incorporando nuevos gustos, actividades y deportes.

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB mantiene corresponsalías con prestigiosos clubes campestres a nivel mundial, a los cuales sus socios pueden acceder en los siguientes países: Costa Rica, Guatemala, Colombia, Perú, Bolivia, Uruguay, Panamá, Venezuela, Francia y España.

La Asamblea General de Socios del GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es la autoridad máxima de la institución y está integrada por todos los socios activos, jubilados y honorarios, con derecho a voz y voto y que se encuentran al día con sus obligaciones. El socio que tenga capacidad para votar tendrá derecho a un solo voto.

La representación legal la tiene el Presidente y la administración ordinaria es ejercida por medio de gerentes, subgerentes y jefes departamentales, supervisores y demás titulares de cargos. Los administradores son nombrados por el Directorio, el cual fija su

remuneración y su duración en el cargo mediante contrato. Los gerentes están obligados a hacer cumplir el Estatuto y los reglamentos, debiendo comunicar por escrito al Presidente y/o Director cualquier falta la marcha normal de la institución.

NOMBRE	CARGO
Xavier Castro Muñoz	Presidente
Iván Leonardo Pancha Eguez	Vicepresidente
Jaime Ricardo Mieles Ycaza	Secretario
Neil Roderick Macdougall Thomas	Tesorero
Pedro Alejandro Alvear Bardellini	Síndico
Carlos Rafael Miranda Illingworth	Vocal
Nicolás Gallardo Crusellas	Vocal
María Cristina Chiriboga Martínez	Vocal
Pedro Iván Serrano Wagner	Vocal
Felipe Rafael Parducci Miranda	Vocal

Tabla 3: Principales ejecutivos y miembros del Directorio. Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB; Elaboración: Global Ratings

Las Asambleas Generales serán presididas por el Presidente del Club. A falta de éste, por el Vicepresidente o por el Primer Vocal o sucesivamente por el Vocal que corresponda según el orden de su elección. Las resoluciones de la Asamblea General de Socios se aprobarán por mayoría absoluta, esto es, más de la mitad de los socios presentes.

Son atribuciones de la Asamblea General: (a) elegir a los miembros del Directorio y a los de la Junta Calificadora a propuesta; (b) conocer y aprobar las reformas al Estatuto; (c) conocer y resolver respecto de las vacantes que se produjeran entre los miembros del Directorio y proceder a su reemplazo; (d) a solicitud del Directorio, ratificar el monto de las cuotas ordinarias y fijas las extraordinarias; (e) aprobar el presupuesto anual del Club; entre otras atribuciones estipuladas en el Estatuto de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB.

Además, el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con un Directorio que está integrado por el Presidente, Vicepresidente, Secretarios, Tesorero, Síndico y seis Vocales; los cuales requieren haber tenido la calidad de socios activos por más de cinco años para poder ser elegidos para tales cargos. El Directorio se registró en la Secretaría del Deporte mediante oficio No. MD-DJAD-2015-1151-OF del 19 de agosto de 2015.

Son atribuciones del Directorio: (a) conocer y resolver sobre todos los asuntos del Club (deportivos, administrativos, económicos, etc.); (b) expedir y reformar los reglamentos del Club; (c) cumplir y hacer cumplir el Estatuto, los reglamentos y las disposiciones de la Asamblea General de Socios; (d) nombrar las comisiones que sean necesarias para el desenvolvimiento de los fines institucionales; (e) conocer el balance anual de la institución y presentarlo a la Asamblea General para su aprobación; entre otras atribuciones declaradas en el Estatuto.

El Directorio sesionará ordinariamente por lo menos una vez al mes y extraordinariamente cuando lo convocare el Presidente. Las resoluciones se tomarán por mayoría de votos de los concurrentes.

Asimismo, el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con una Junta Calificadora que es la encargada de calificar a las personas

propuestas para ser socios, así como de decidir conjuntamente con el Directorio la exclusión de cualquier socio merecedor de tal sanción. La Junta Calificadora está integrada por socios en calidad de miembros natos que hayan ejercido la Presidencia de la República, los ex Presidentes del Club y los socios honorarios. Igualmente, la Junta Calificadora está integrada por treinta socios activos o jubilados elegidos por la Asamblea General por un periodo de dos años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

El siguiente es un detalle de la estructura organizacional del GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, encabezado por la Asamblea General de Socios.



Gráfico 34: Extracto estructura organizacional
Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB; Elaboración: Global Ratings

A la fecha del presente informe, en GUAYAQUIL COUNTRY CLUB laboran en total 132 personas divididas en las áreas de mantenimiento, asistencia, comida, limpieza y administración.

Uno de los reconocimientos del GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es la realización de la reconocida copa CADIS de Golf todos los años, organizados juntamente con la M.I Municipalidad de Guayaquil y cuenta con la participación de golfistas renombrados a nivel nacional.

Actualmente, el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el sistema de seguridad social y con el Servicio de Rentas Internas, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha no mantiene juicios laborales.

El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB utiliza diversos sistemas operativos con los que garantiza la operatividad eficiente de la organización. Los softwares utilizados son:

- XASS 9: Para el manejo de la cartera, cuentas por cobrar, contabilidad, listado de socios, inventarios, bodega, puntos de venta.
- CIMA: Registra el consumo prepagado de los socios a través de su sistema intranet front web.
- XASS 12: Sistema de integración de facturas del sistema XASS 9 posteriores al envío de la documentación electrónica a los socios.
- ESET NOD32: Sistemas de soporte y seguridad.
- Sistemas FTP: Filezilla.

OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

GUAYAQUIL CLUNTRY CLUB es un club social y deportivo sin fines de lucro, debidamente organizado y existente de conformidad con la legislación vigente. De conformidad con los estatutos sociales del Club, el Originador se encuentra facultado a emitir y vender membresías. Asimismo, el Club está facultado para establecer y recibir aportes patrimoniales de nuevos compradores de membresías.

Asimismo, el Originador es propietario de un macrolote de 154 hectáreas, ubicado en el km 22 de la vía a Daule, provincia del Guayas. Dicho macrolote pasará por un proceso de desmembración y división para contar con lotes para su posterior venta.

El patrimonio de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB está constituido por las siguientes fuentes de ingreso que son:

- Cuotas, membresías y demás obligaciones fijadas por la Asamblea General y el Directorio.
- Aportes patrimoniales de los nuevos socios según sus respectivas categorías.
- El producto de los derechos de uso de canchas deportivas, instalaciones y demás bienes de propiedad del club.
- Bienes muebles e inmuebles, el producto de éstos y aquellos que posteriormente se adquieran.
- Donaciones o legados hechos por particulares o por instituciones de derecho público o privado.
- Ingresos provenientes de actividades productivas.
- Beneficios provenientes de eventos realizados por el Club.
- Cualquier otro bien no especificado y que sea considerado como tal por el Directorio.

En lo que se refiere a cuotas, el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con ingresos por derechos de cobro de varios tipos de cuotas que son los siguientes:

- Cuotas de ingreso (membresías).
- Cuotas ordinarias: la cual se ajusta anualmente con los gastos del Club.
- Cuotas extraordinarias: fijadas por la Asamblea General de Socio a solicitud fundamentada del Directorio.

Y demás obligaciones que fijase la Asamblea General y el Directorio.

La calidad de socio del GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es intransferible por causa de muerte o por cualquier otra causa. Para adquirir la categoría de socio, la Junta Calificadora debe aprobar al candidato y se deben realizar los aportes patrimoniales y demás desembolsos respectivos. Sin embargo, existe en el Club varias categorías de socios que lo componen que son:

- Activos: son los socios admitidos habiendo cumplido los requisitos de esta categoría.
- Honorarios: son los socios recomendados por el Directorio por haber prestado servicios relevantes a la organización, por lo que están exentos del pago de cuotas.
- Jubilados: socios activos que cumplieron cincuenta años formando parte del Club, conllevará a la exceptuación del pago de las cuotas ordinarias.
- **Corporativos**: personas jurídicas que mantienen membresías corporativas para sus empleados.
- Ausentes: socios con residencia en el exterior, no podrán mantener su condición de socio ausente por más de cuatro años.
- **De cortesía**: socios designados por el Presidente por un periodo de treinta días y con previa solicitud de un socio activo.
- Transitorios: personas extranjeras, residentes o no en el país, que sean admitidas por el Directorio por el lapso de hasta dos años. Los aportes de éstos serán decididos por el Directorio, con la cuota mensual ordinaria igual al de un socio activo.
- Diplomáticos: jefes de misión de países amigos o de Organizaciones Internacionales acreditadas ante el Gobierno del Ecuador.

Asimismo, como lo dictan las reglamentaciones estipuladas por el Directorio, un socio puede perder su calidad como tal en los siguientes casos:

- Separación
- Exclusión
- Fallecimiento

Pérdida de membresía corporativa

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB se encuentra en proceso de construcción de su nueva sede en Samborondón, el cual reflejará en su arquitectura la evolución de la ciudad de Guayaquil, a través de una arquitectura amplia y campestre. La nueva sede de Samborondón fue desarrollada por las norteamericanas EDSA y Robert Trent Jones Jr., los cuales transformarán un terreno de 111 hectáreas en un complejo urbanístico integrado. El diseño arquitectónico y su entorno paisajístico están a cargo de la empresa de arquitectura uruguaya Gómez Platero, en conjunto con el estudio local PCDO. El nuevo Country Club se centrará en cinco comunidades principales denominadas:

- Country Classic
- Country Team
- Country Fit
- Country Blacksheep
- Country Social

Cabe mencionar que la nueva sede de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB contará con el primer campo de golf *Signature* en Ecuador, de la firma Robert Trent Jones Jr., líder mundial en el diseño de campos de golf, con un diseño de vanguardia. Éste será un campo de 18 hoyos par 72 esparcidos en 51 hectáreas de terreno, que estará a la altura de las exigencias de la Asociación de Golfistas Profesionales de América (PGA) al brindar una calidad de clase mundial.

Igualmente, el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB mantendrá su tradición campestre a través de su club de equitación, reconocido como de los mejores a nivel nacional, con tres canchas profesionales para salto, adiestramiento y vaulting. Asimismo, contarán con paddock de entrenamiento, caballerizas y facilidades veterinarias para el bienestar de los caballos de los socios, incluyendo una piscina de rehabilitación.

Por otra parte, la nueva sede contará con todas las instalaciones recreativas y deportivas como: canchas de fútbol, canchas de tenis, padel tenis, piscina semiolímpica, gimnasio, pista de velocidad de 2,60 kilómetros, instalaciones para yoga y actividades afines. Adicionalmente contará con pistas de deportes alternativos como: wakeboard y un skatepark para patines, patinetas y bicicletas.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Literal e, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que el Club mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe GUAYAQUIL COUNTRY CLUB mantiene vigente únicamente la Titularización de Flujos Futuros. La presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

EMISIÓN	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Titularización Guayaquil Country Club	2019	SCVS-INMV- 2019- 00038861	USD 15.000.000	Vigente

Tabla 4: Presencia Bursátil
Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, en circulación en el Mercado de Valores.

Titularización Guayaquil 71 USD Country Club 12.552.4	EMISIÓN		DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
	Titularización Country Club	Guayaquil	71	21	USD 12.552.450

Tabla 5: Liquidez de presencia bursátil **Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política

y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la sociedad. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Este entorno podría afectar a los compradores de membresías y/o lotes del club. El gobierno ha tomado medidas para atenuar el efecto en la economía en general, pero es probable que resulten insuficientes. Las medidas gubernamentales junto al tipo de compradores de las membresías y/o terrenos, generalmente de alta solvencia, y las políticas de cobro definidas mitigan este.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve el Club son inherentes a las operaciones de cualquier organización en el Ecuador. En el caso puntual del Club lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la venta de membresías y de lotes se realiza bajo condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación del Club puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la perdida de la información

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que el activo a titularizar en el presente instrumento es el derecho de cobro respecto de las ventas de activos de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como las membresías del club y los lotes en la vía Daule. Dichos activos pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y el segmento de clientes al que se dirigen las ventas de membresías y lotes.
- La propiedad, planta y equipo que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía, para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro para mitigar el riesgo provocado por potenciales daños en las nuevas instalaciones del Club y/o en los nuevos lotes que serán vendidos.
- La presente Titularización se basa en los Flujos Futuros que ingresen al Fideicomiso por la venta de membresías y lotes. De esta manera, existe el riesgo de que las ventas no alcancen a ofrecer la cobertura suficiente para cubrir las obligaciones emanadas por la Titularización. Este riesgo se mitiga a través del plan comercial y estratégico que ha desarrollado el Club para alcanzar las ventas proyectadas, basándose en estudios de mercado y análisis de prospectos de clientes. Asimismo, este riesgo se reduce a través del prestigio y reconocimiento que tiene el Club, con lo cual asegura la demanda suficiente de nuevas membresías. Un factor adicional de mitigación lo constituye la venta de lotes, lo que brinda una amplia garantía respecto de la disponibilidad de los flujos necesarios.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a organizaciones vinculadas.

Cabe mencionar que en el caso de la Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, no existen cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Administradora de Fondos y Fideicomisos

Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es la entidad que se encuentra a cargo

de la administración del Fideicomiso de la Titularización de Flujos GUAYAQUIL COUNTRY CLUB Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es una compañía legalmente constituida mediante escritura pública ante notario Trigésimo del cantón Quito el 21 de febrero de 2017 e inscrita en el Registro Mercantil el 07 de septiembre de 2017.

El objeto social de la Fiduciaria consiste en: (a) administrar fondos de inversión, (b) administrar negocios fiduciarios, (c) actuar como agente de manejo en procesos de titularización y (d) representar fondos internacionales de inversión.

La Administradora cuenta con un capital suscrito y pagado de USD 800 mil divididos entre los siguientes accionistas:

ACCIONISTA	PAÍS	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Grupo Sur Atlántida S.L.U.	España	799.999	100,00%
Andrade Dueñas Juan Francisco	Ecuador	1	0,00%
Total	-	800,000	100.00%

Tabla 6: Composición accionarial.

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

De la compañía Grupo Sur Atlántida S.L.U. el único accionistas en una persona jurídica de Inglaterra llamada Tihany Ltd.

La Fiduciaria es gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente Ejecutivo y Gerente General. La Junta General de Accionistas es el órgano supremo de gobierno de la compañía. El Presidente Ejecutivo y el Gerente General ejercen la representación legal de la Fiduciaria.

El Comité de Inversiones está conformado por cinco miembros elegidos por la Junta General, de los cuales al menos tres deberán ser funcionarios a tiempo completo de la sociedad de acuerdo con la escritura de constitución. Los miembros del Comité de Inversiones serán elegidos por tres años para el cumplimiento de sus funciones pudiendo ser reelegidos indefinidamente y supervisan las operaciones de inversión dedicadas por ellos cada sesenta días.

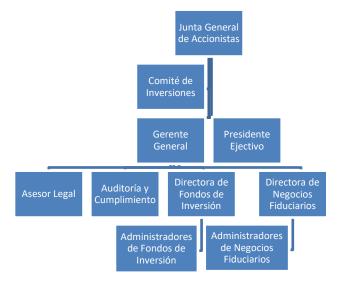


Gráfico 35: Extracto estructura organizacional
Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de
Fondos y Fideicomisos S.A.; Elaboración: Global Ratings

La Fiduciaria cuenta con una estructura definida para la administración y los procesos relacionados con los negocios fiduciarios que manejan, el cual consiste en un equipo de 10 personas, según el siguiente detalle:

CARGO	NOMBRE
Gerencia General	Juan Francisco
Gerenda General	Andrade Dueñas
Back Office	Andrés Saavedra
Directora de Negocios Fiduciarios	Paola Rocha Ruiz
Asistente Administrativa	Iveth Gómez
Asistente Administrativa Operativa	Gabriela Enríquez
Asesor Legal	Isabel Salazar
Contadora General	Verónica Panchi
Contadora General	Umaginga
Contadora Fiduciaria	Mariana Tipán
Asistente Contable	Michelle Pozo
Oficial de Cumplimiento	Giovanny Marcelo Proaño Jaramillo

Tabla 7: Detalle del personal de negocios fiduciarios. **Fuente:** Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al personal del área de fondos de inversión, cuentan con 4 personas para la administración y el desarrollo de sus procesos, según el siguiente detalle:

CARGO	NOMBRE
Directora Comercial	María Elisa Cantos
Tesorero	Luis Hidalgo Guañuna
Operaciones	Christian Bravo Mata
Comercial	María Paulina Aguirre

Tabla 8: Detalle del personal de fondos de inversión.

Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A; Elaboración: Global Ratings

La Fiduciaria cuenta con manuales tecnológicos actualizados y debidamente aprobados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, para el manejo y administración de los procesos relacionados con los negocios fiduciarios y fondos de inversión utilizan el sistema de especialización fiduciaria denominado Gestor. A través de sus manuales y sistemas informáticos, mantienen una comunicación continua con sus clientes a través de la entrega en línea permanente de documentos de administración fiduciaria actualizada.

Es de vital importancia para la fiduciaria garantizar la integridad de la información a través de sus políticas, donde los datos permanecen inalterados excepto cuando son modificados por personal autorizados y dicha modificación es registrada, asegurando precisión y confiabilidad.

De igual manera, la protección de los datos e información la garantizan a través de servidores de infraestructura propia y de los servicios contratados con le empresa Gestor y Tevcol en calidad de custodio externo.

Los siguientes son de los principales recursos de software que maneja la Fiduciaria:

- Microsoft Windows Server 2012 R2 Foundation
- Window 7
- Google Suite

Gestor Fiducia – Fondos

La Fiduciaria cuenta con una red de aliados estratégicos que le permiten el desarrollo óptimo de sus líneas de servicios. Los aliados estratégicos de la Fiduciaria son:

- Gestor Inc.: cuentan con la integración de su sistema tecnológico en línea con un modelo de vanguardia en el mercado para el manejo de negocios fiduciarios y fondos de inversión.
- Profilegal Abogados Cía. Ltda.: estudio jurídico de amplia trayectoria en el mercado fiduciario el cual brinda asesoría legal a la Fiduciaria.

Los principales proyectos en los que la Fiduciaria ha participado son los siguientes:

- Agente Colateral Local para el Proyecto de Posorja, el cual es un proceso de evaluación realizado por el BID, donde la Fiduciaria participó como el representante local de los Banco Proparco, BID, BID Inversiones y otros menores por un crédito de USD 290 millones.
- Titularización de Cartera Factorplus por USD 18 millones, emitido en tramos de USD 3 millones.
- Titularización de Cartera Originarsa por USD 20 millones, emitido en tramos de USD 4 millones.
- Titularización de Cartera Novacredit por USD 5 millones.
- Fideicomiso Inmobiliario Riva de Mare con ventas de USD 17 millones.
- Fideicomiso Jardines de El Carmen con ventas por USD 15 millones.
- Fideicomiso Retamo Parc con ventas por USD 12 millones.

La Fiduciaria maneja 59 Negocios Fiduciarios Administrados y 16 Encargos Fiduciarios, lo que suma un patrimonio total administrado de USD 102,69 millones. Asimismo, se encuentra a cargo de la administración del Fondo Administrado denominado Fondo Fit – Fiduaméricas, que mantiene un monto total invertido en renta fija de USD 4,36 millones a marzo 2020 y se enfoca en inversiones en títulos valores con calificaciones de riesgo de A- o superiores.

Los clientes principales de la Administradora son los siguientes:

- General Motors del Ecuador S.A.
- Originarsa S.A.
- DP World Investments B.V.
- Rivadeneira Barriga Arq. S.A.
- Proparco Groupe Agence Francaise de Developpement
- BID Invest
- DEG KFW Bankengruppe

- Novacredit S.A.
- Factorplus S.A.
- Proauto C.A.
- Goltvecuador S.A.

Cabe mencionar que la Fiduciaria cuenta con un compromiso elevado con sus clientes, el cual se expresa en los valores corporativos con los que manejan sus líneas de servicios. Estos valores son:

- Confianza: enfoque en mayor seguridad y confidencialidad.
- Compromiso: enfoque en el establecimiento de vínculos duradores con los clientes a través del manejo serio y ético de sus actividades.
- Eficiencia: enfoque en la rápida gestión de los requerimientos de los clientes, haciendo énfasis en el conocimiento de éstos y en el entendimiento de sus necesidades específicas.

Asimismo, con este objetivo, la Fiduciaria cuenta con un Código de Ética con el propósito de promover una cultura ética laboral y estableces los principios y normas de conducta a los que se deben alinear sus negocios y a los que deben sujetarse estrictamente todo el personal de ésta. Los principales puntos que trata el Código de Ética son:

- Ética y Legalidad
- Manejo de la información
- Lealtad
- Honestidad
- Profesionalismo y competencia
- Sigilo
- Conflicto de intereses
- Reglas generales de conducta
- Prevención de lavado de activos y financiamiento de delitos

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Literal c, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto de la estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la administradora mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de una adecuada capacidad técnica, con una experiencia suficiente y un posicionamiento creciente desde su incorporación al mercado.

Análisis de Titularización

Con fecha 21 de octubre de 2019 se celebra el Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Titularización-Guayaquil Country Club" entre los representantes legales de Guayaquil Country Club (el "Originador") y la Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (la "Administradora") que constituye un patrimonio autónomo dotado de personería jurídica separado e independiente del Originador, la Administradora y terceros en general (el "Fideicomiso").

El proceso de Titularización que el Originador implementa a través del Fideicomiso tiene por objeto:

- Que el Fideicomiso, luego de aplicar las deducciones respectivas, entregue al Originador los recursos pagados por los inversionistas como precio de los valores adquiridos. Con tales recursos el Originador logrará una fuente alterna de fondeo para el desarrollo y construcción de la nueva sede social y deportiva del Club en la vía a Samborondón.
- Respetando el orden de prelación, que se paguen los pasivos con inversionistas con cargo a los flujos y, de ser éstos insuficientes, con cargo a la ejecución de los mecanismos de garantía.

Una vez emitidos los valores, continuar recibiendo directamente en la cuenta del Fideicomiso de parte de los compradores, mediante depósitos o transferencias bancarias, los flujos correspondientes a: (i) la totalidad del precio de venta de los lotes, (ii) la totalidad del precio de venta de las membresías y (iii) la totalidad de los aportes patrimoniales.

La recepción de dichos flujos por parte del Fideicomiso se dará y cumplirá: (i) desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y durante la vigencia de la Titularización y (ii) por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas.

Punto de Equilibrio

El Punto de Equilibrio se lo fijó entre el Originador y la Fiduciaria de la siguiente manera:

- En lo legal: con la obtención de la autorización de oferta pública de la Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, así como la inscripción del Fideicomiso y de los valores en el Catastro Público del Mercado de Valores y en Bolsas de Valores del Ecuador.
- En lo financiero: con la colocación del primer valor, cualquiera éste sea.
- En el plazo: con que la colocación del primer valor, cualquier que éste sea, se realice dentro del plazo máximo de oferta pública conferido por la

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, incluyendo su prórroga de ser el caso.

En caso de que no se alcance el Punto de Equilibrio en los términos y condiciones antes señalados, la Fiduciaria procederá de la siguiente manera:

- Utilizará los recursos del Fondo Rotativo y de ser necesario, otros recursos de los cuales disponga el Fideicomiso para cancelar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas.
- Restituirá al Originador los bienes, derechos y recursos remanentes del Fideicomiso.
- Y una vez cumplido lo anterior, liquidará al Fideicomiso en los términos y condiciones señalados en el Fideicomiso.

Fondo Rotativo

Es un fondo que contará con recursos líquidos necesarios para atender gastos con terceros distintos de los inversionistas del Fideicomiso de Titularización.

Se constituirá al momento de la colocación con un monto base de USD 10.000. En caso de utilizarse los recursos del Fondo Rotativo, deberá reponerse con los flujos transferidos al Fideicomiso y que consta en el primer orden de prelación.

Provisiones

Provisionar y acumular, hasta donde los Flujos lo permitan, la suma correspondiente al pago del dividendo trimestral inmediato posterior de los pasivos con inversionistas (compuesto de capital e intereses), en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas. Para tales efectos, la Fiduciaria tomará la totalidad de los Flujos que vayan ingresando al Fideicomiso, durante un trimestre determinado, hasta completar el 100% del total requerido para el pago del dividendo trimestral inmediato posterior (compuesto de capital e intereses).

No obstante lo anterior, se aclara de manera expresa que, si por cualquier motivo, llegado el 80° día de un trimestre determinado, no han ingresado Flujos suficientes y necesarios a la cuenta del Fideicomiso, ni tampoco resulten suficientes los recursos correspondientes al Fondo de Reserva y al Fondo de Garantía que permitan cumplir con la provisión y acumulación señalada, en ese caso, en ejecución de la Fianza Solidaria como mecanismo de Garantía, el Originador estará en obligación de proveer al Fideicomiso, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha, la totalidad de los recursos faltantes para que el Fideicomiso pueda cumplir con el pago íntegro, cabal y oportuno de dividendo inmediato posterior a favor de los inversionistas.

Principales Instrucciones Fiduciarias

La Fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso, cumplirá con las siguientes instrucciones fiduciarias irrevocables:

- Recibir en propiedad del Fideicomiso, los recursos aportados por el Originador, los cuales serán destinados por la Fiduciaria para integrar inicialmente el Fondo Rotativo.
- Recibir en propiedad del Fideicomiso a futuro recursos adicionales que puedan ser aportados por el Originador, a efectos de cumplir con las obligaciones asumidas en virtud del Fideicomiso.
- Abrir la cuenta de Fideicomiso, cuyo titular será el Fideicomiso, en la cual se receptarán los flujos generados por el derecho de cobro y se manejarán todos los recursos del Fideicomiso hasta cuando sean colocados en inversiones permitidas y/o destinados para sus respectivos fines.
- Recibir directamente en la cuenta del Fideicomiso de parte de los compradores, mediante depósitos o transferencias bancarios, los flujos correspondientes a:

 (a) la totalidad del precio de venta de los lotes, (b) la totalidad del precio de venta de las membresías y (c) la totalidad de los aportes patrimoniales. La recepción de los flujos por parte del Fideicomiso se dará desde la fecha de apertura de la cuenta y durante la vigencia de la Titularización y por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas.
- Recibir del Originador, por medio magnético reportes mensuales de todas las ventas de lotes y/o membresías y/o recepción de aportes patrimoniales correspondientes al mes inmediato anterior.

La colocación de los valores de la Titularización Guayaquil Country Club se iniciaron el 26 de diciembre de 2019 y para el 06 de marzo de 2020 se había colocado el 83,68% del monto aprobado:

MES DE COLOCACIÓN	MONTO COLOCADO
Diciembre 2019	7.140.500
Enero 2020	3.456.450
Febrero 2020	55.500
Marzo 2020	1.900.000

Tabla 9: Resumen de colocaciones (USD). **Fuente:** Casa de Valores Advfin S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Fuente: Casa de Valores Advfin S.A.; Elaboración: Global Ratings

Desde la colocación de los valores se ha cancelado con normalidad a los inversionistas sin que el Fideicomiso tenga que recurrir a los mecanismos de garantía. El primer pago de las obligaciones fue realizado el 26 de marzo de 2020, a la fecha del presente informe se encuentra pendiente de pago un saldo de USD 12,40 millones.

SERIE	FECHA PAGO		INTERÉS PAGADO		
Α	26/03/2020	156.906	251.049	407.955	12.395.544

Tabla 10: Resumen de pagos (USD).

Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.; Elaboración: Global Ratings

Durante el periodo del 16 de enero de 2020 al 09 de marzo de 2020, el agente recaudador transfirió al Fideicomiso un monto total de USD 479 mil provenientes de los flujos recibidos por recaudaciones de membresías y lotes de acuerdo con lo estipulado en las escrituras.

FECHA	MONTO RECIBIDO
16/01/2020	136.646,91
06/02/2020	166.606,38
14/02/2020	30.000,00
09/03/2020	146.200,73
Total	479.454,02

Tabla 11: Resumen de recaudaciones (USD).

Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.; Elaboración: Global Ratings

De acuerdo con la documentación examinada y a los términos establecidos en el contrato del Fideicomiso de Titularización Guayaquil Country Club, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que existe plena legalidad en la transferencia de los activos al patrimonio autónomo y la cesión de derechos de cobro del Fideicomiso. La legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo señalado el Artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Con lo cual Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., da cumplimiento a lo estipulado en el Literal b, Numeral 3, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera; al Art. 151 y, al Literal d) del Art. 188 de la Ley de Mercado de Valores.

Comparando los flujos reales recaudados con las proyecciones iniciales determinadas por el estructurador financiero durante el primer trimestre de la Titularización, se observó que los flujos de ventas recaudados reales presentaron un nivel de cumplimiento del 53% sobre lo estimado. Sin embargo, el monto recaudado de USD 479 mil ofreció una cobertura del 118% del valor necesario para cubrir los pagos a inversionistas, de USD 408 mil, en ese mismo periodo.

PERIODO	RECAUDACIÓN REAL	PROYECTADO	CUMPLIMIENTO
ene-20	136.647	298.879	45,72%
feb-20	196.606	298.879	65,78%
mar-20	146.201	298.879	48,92%
Total Primer Trimestre	479,454	896.638	53.47%

Tabla 12: Flujos proyectados vs recaudación real (USD).

Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.; Elaboración: Global Ratings

El Instrumento

La Asamblea General Extraordinaria de Socios de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, en sesión celebrada el 23 de julio de 2019, resolvió aprobar el desarrollo de la Primera Titularización de Flujos Futuros de dicha entidad.

La Titularización Guayaquil Country Club fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 16 de diciembre de 2019 mediante Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 por un monto de USD 15.000.000 divididos en una sola serie, la Serie A. Con fecha 26 de diciembre de 2019 se inició con la colocación de valores y para el 6 de marzo de 2020 colocó un

monto total de USD 12.552.450, es decir el 83,68% del monto aprobado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

		TITULARIZACIÓN GUAY	AOUII COUNTRY (THE					
Monto de emisión	USD 15.000.0		AQUIL COUNTRY C	LOB					
Unidad monetaria	000.000	s Estados Unidos de Amér	ica						
Instrumento		Mercantil denominado "Ti		auil Country Club"					
	SERIE	DENOMINACIÓN	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES			
Características	Α	VTC-GCC	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral			
Tipo de emisión	Títulos desm	Títulos desmaterializados							
Destino de los recursos	incluyendo to	El destino de los recursos provenientes de la presente titularización de flujos es 100% para el desarrollo de la nueva sede incluyendo todos los trabajos previos, estudios arquitectónicos, movimiento de tierra y demás, para construcción de las canchas deportivas, restaurantes, caballerizas, piscinas, gimnasio, campo de golf y demás facilidades del Club.							
Valor nominal	USD 1,00.								
Base de cálculos de intereses	30/360								
Sistema de colocación	Bursátil	Bursátil							
Estructurador financiero	Intervalores	Intervalores Casa de Valores S.A.							
Agente colocador	Casa de Valo	res Advfin S.A.							
Agente pagador	Depósito Cer	tralizado de Compensació	n y Liquidación de	Valores DECEVALE S.	A.				
Agente de manejo	Fiduciaria de	las Américas Fiduaméricas	s Administradora d	e Fondos y Fideicomi	sos S.A.				
	Derecho de o	obro: el cual constituye el	derecho a percibir						
Activo titularizado	su calid	dad del precio de venta de ad de exsocios, hijos de so del Club.							
	La totalio cantón G	lad del precio de venta de l iuayaquil	otes del Club ubica	idos en el km 22 de la	vía Guayaquil-Daule,	parroquia Pascuales,			
	Exceso d	e flujo de fondos							
	Fondo d	e reserva							
Mecanismos de garantía	Fondo d	e garantía							
	Fianza so	olidaria del Originador							
	Fideicon	Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida)							

Tabla 13: Características del instrumento

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; Elaboración: Global Ratings

A continuación, se observa la tabla de amortización para la Serie A de la presente titularización en análisis. Las tablas de amortización se basan en el monto colocado de la titularización a marzo de 2020. La amortización de capital es del 1,25% trimestral los primeros cuatro trimestres y del 5,94% en los trimestres restantes.

N°	FECHA	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	26/3/2020	12.552.450	156.906	251.049	407.955	12.395.544
2	26/6/2020	12.395.544	156.906	247.911	404.817	12.238.639
3	26/9/2020	12.238.639	156.906	244.773	401.678	12.081.733
4	26/12/2020	12.081.733	156.906	241.635	398.540	11.924.828
5	26/3/2021	11.924.828	745.616	238.497	984.112	11.179.212
6	26/6/2021	11.179.212	745.616	223.584	969.200	10.433.596
7	26/9/2021	10.433.596	745.616	208.672	954.287	9.687.981
8	26/12/2021	9.687.981	745.616	193.760	939.375	8.942.365

N°	FECHA	CAPITAL	PAGO DE	PAGO DE	TOTAL	SALDO DE
IN		INICIAL	CAPITAL	INTERESES	PAGO	CAPITAL
9	26/3/2022	8.942.365	745.616	178.847	924.463	8.196.750
10	26/6/2022	8.196.750	745.616	163.935	909.551	7.451.134
11	26/9/2022	7.451.134	745.616	149.023	894.638	6.705.519
12	26/12/2022	6.705.519	745.616	134.110	879.726	5.959.903
13	26/3/2023	5.959.903	745.616	119.198	864.814	5.214.288
14	26/6/2023	5.214.288	745.616	104.286	849.901	4.468.672
15	26/9/2023	4.468.672	745.616	89.373	834.989	3.723.057
16	26/12/2023	3.723.057	745.616	74.461	820.077	2.977.441
17	26/3/2024	2.977.441	744.360	59.549	803.909	2.233.081
18	26/6/2024	2.233.081	744.360	44.662	789.022	1.488.721
19	26/9/2024	1.488.721	744.360	29.774	774.135	744.360
20	26/12/2024	744.360	744.360	14.887	759.247	0
		Tabla 14:	Amortizació	n Serie A (USI	D)	

Fuente: Casa de Valores Advfin S.A.; Elaborado: Global Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada ha verificado que el Emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se colocó el 83,68%. Con

lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

MECANISMOS DE GARANTÍA

Índice de desviación

De acuerdo con la normativa para la determinación del índice de desviación y considerando que la información histórica por tratarse de venta de membresías e inmuebles sin una base similar para los últimos 36 meses, sino que será producida en un entorno completamente nuevo por la edificación de la nueva sede del Club la estructuración financiera realizó un análisis de sensibilidad a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros. El análisis de sensibilidad fue estimado en escenarios pesimista, moderado y optimista calculando la probabilidad de ocurrencia de cada escenario y presentado el respectivo índice de desviación para calcular un índice de desviación promedio ponderado.

ESCENARIO	DESVIACIÓN	DISTRIBUCIÓN NORMAL	PROBABI- LIDAD	PONDERA- CIÓN	ÍNDICE DE DESVIACIÓN
Pesimista	(210.225,63)	-1,28	10%	21.022,56	0,82%
Optimista	110.643,26	0,67	25%	27.660,81	1,09%
Moderado	63207.95	0,39	65%	41.085,17	1,61%

Tabla 15: Índice de desviación

Fuente: Intervalores Casa de Valores S.A.; Elaborado: Global Ratings

El índice de desviación promedio ponderado es de 3,52% calculado sobre el promedio de flujos trimestrales a recibirse durante el plazo de la emisión.

Los mecanismos de garantía contemplados por la Primera Titularización de Flujos Futuros de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB son:

- Exceso de Flujos de Fondos
- Fondo de Reserva
- Fondo de Garantía
- Fianza Solidaria del Originador
- Fideicomiso de Garantía

Excesos de Flujo de Fondos

El primer mecanismo de garantía establecido en el proceso de titularización es el de Exceso de Flujos de Fondos, consiste en el hecho de que los flujos futuros provenientes de la venta de membresías y sus correspondientes aportes patrimoniales al GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, así como, los provenientes de la venta de lotes que se proyecta percibir por parte del Fideicomiso sean superiores a los montos requeridos para honrar los pasivos con inversionistas.

La proyección de los ingresos al Fideicomiso de Titularización realizada en base a los estudios descritos establece que en el

escenario moderado ascenderían a un flujo neto de US\$50.778.781 durante la vigencia del proceso de titularización.

De acuerdo con las estimaciones calculadas, el exceso de flujos de fondos proyectados en el escenario moderado, serán de US\$32.179.501.

El exceso de flujo de fondos incluido el fideicomiso AYG permite cubrir 153,01 veces el índice de desviación promedio ponderado.

A la fecha del presente informe, el exceso de flujos de fondos otorgó una cobertura del 118% sobre el valor necesario para cubrir los pagos a inversionistas, de USD 408 mil, en el primer trimestre.

Fondo de Reserva

Consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso presente eventuales insuficiencias de recaudación de flujos.

El Fondo de Reserva se constituirá con los flujos provenientes de los valores colocados, para lo cual la Fiduciaria retendrá de los valores efectivamente colocados un monto equivalente al 4,00% del monto colocado.

Una vez completamente integrado, el Fondo de Reserva registrará en recursos líquidos la suma equivalente a USD 600.000.

En caso de que se deban tomar recursos del Fondo de Reserva, el Agente de Manejo deberá ajustar los montos correspondientes provisionándolos mensualmente.

En caso de que no existieren los recursos suficientes en el Fideicomiso para reponer el Fondo de Reserva, éste deberá ser sustituido inmediatamente por los flujos que aporte el Originador.

De acuerdo con la Fiduciaria, con corte 31 de marzo de 2020 el fondo de reserva se encontró constituido por un monto de USD 502.098, que corresponde al 4% del monto total colocado del instrumento.

Fondo de Garantía

El Fondo de Garantía se integrará mediante la retención de flujos adicionales en el Fideicomiso de Titularización en los siguientes casos:

 Si los flujos recibidos por el Fideicomiso en un trimestre determinado son inferiores a 1,50 veces el monto del

- dividendo trimestral inmediatamente posterior de los valores efectivamente colocado.
- Por mutuo acuerdo recogido por escrito entre la Fiduciaria y del Originador.

En los casos antes mencionados el Fondo de Garantía se integrará inicialmente mediante la segregación y acumulación de USD 262.472 con cargo a los flujos recibidos por el Fideicomiso y en aplicación del tercer grado del orden de prelación, según lo establecido en el Fideicomiso.

Si la situación descrita se supera en los doce meses inmediatos posteriores al momento en que dicha situación se verificó habrá lugar a la devolución del Fondo de Garantía a favor del Originador.

De acuerdo con la Fiduciaria, a la fecha del presente informe esta garantía no aplica, ya que el Fideicomiso cuenta con los recursos suficientes para el pago a inversionistas.

Fianza Solidaria del Originador

La Fianza Solidaria del Originador se constituirá a través de la figura de Fianza Mercantil otorgada por el Originador la cual tiene por objeto respaldar a los inversionistas a prorrata de su inversión, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos y resulten insuficientes: a) los recursos provisionados, y b) los recursos provenientes de la ejecución del Fondo de Reserva y del Fondo de Garantía. En este caso, el Originador se compromete, de manera solidaria a pagar dichos pasivos con inversionistas.

Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida)

La Titularización contará además con un mecanismo de garantía específica real consistente en un Fideicomiso de administración y Garantía, Fideicomiso AYG, que recibirá el aporte de un macrolote de terreno ubicado en la vía Daule de su propiedad, y llevará a cabo el proceso desmembración y división, a efectos de contar con lotes que puedan ser enajenados para generar los recursos que serán provistos al Fideicomiso de Titularización.

Ciertos lotes serán vendidos a compradores de lotes, y otros lotes permanecerán en el Fideicomiso AYG como respaldo de la Titularización.

De acuerdo con la Fiduciaria, a la fecha del presente informe se encontró constituido el Fideicomiso AYG como mecanismo de garantía para la Titularización.

Orden de Prelación

De los flujos titularizados que reciba el Fideicomiso se distribuirán de la siguiente manera, de acuerdo con el orden de prelación

especificado en el Fideicomiso hasta completar cada uno de los conceptos de dicho orden de prelación:

- Reponer el Fondo Rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en la escritura del Fideicomiso.
- Reponer el Fondo de Reserva, en caso de que, por cualquier motivo haya disminuido de su monto base definido en el Fidecomiso.
- Provisionar y/o reponer las sumas correspondientes al Fondo de Garantía, según los casos, términos y condiciones establecidos en el Fideicomiso.
- Provisionar y acumular, hasta donde los flujos lo permitan, la suma correspondiente al pago del dividendo trimestral inmediato posterior de los pasivos con inversionistas (compuesto de capital e intereses), en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas.
- Luego de haber cumplido con la secuencia de reposiciones, segregaciones, provisiones y acumulaciones, de existir, se restituirá o entregará al Originador el remanente de los flujos correspondientes a ese periodo trimestral, respetando y siguiendo el orden de prelación, con cargo a los recursos provisionados y acumulados.
- El pago de los pasivos con inversionistas se realizará con el siguiente orden: (i) intereses de mora, de ser el caso; (ii) intereses correspondientes a la tasa de interés y (iii) amortización de capital.

Cobertura de los Mecanismo de Garantía frente al Índice de Desviación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. considera como excelente a la calidad del mecanismo de garantía, así como su cobertura frente al índice de desviación. De acuerdo con el Informe de Estructuración de la Titularización, los mecanismos de garantía (sin tomar en cuenta el Fideicomiso AYG constituido como garantía real) ofrecen una cobertura superior a 27 veces el índice de desviación en todos los escenarios proyectados, tomando en cuenta el exceso suficiente de cobertura ya que la normativa legal vigente exige una cobertura mínima de 1,50 veces. En lo relativo al Fideicomiso AYG, se cumple y excede a lo dispuesto en la normativa vigente, en cuanto que es un mecanismo de garantía específica que cubre el monto en circulación de la emisión, es decir, el 100% del monto de la Titularización.

PROYECCIONES

Descripción de la Proyección de los flujos de fondos Ingresos:

Los flujos proyectados corresponden a los flujos provenientes de las ventas de membresías y sus concomitantes aportes patrimoniales, así como de la venta de lotes.

Para el análisis histórico tomaron una serie de datos de 36 observaciones mensuales de la venta de membresías y aportes patrimoniales comprendidos en el periodo entre septiembre 2016 y agosto 2019. No existe un registro histórico de venta de terrenos, ya que previamente éstos no se encontraban disponibles para la venta.

El valor de la membresía es de USD 200 y el monto restante es del aporte patrimonial, que ha presentado un incremento constante desde el inicio de la serie, ya que el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB realiza incrementos en base a hitos del proyecto de construcción de la nueva sede. El precio de los aportes patrimoniales pasó de un valor inicial de USD 6.800 para nuevos socios, hasta los USD 11.800 actualmente.

Las proyecciones se basan principalmente en el plan de marketing por hitos que maneja el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB estratégicamente y en un contrato con la promotora del proyecto inmobiliario que se desarrolla en áreas circundantes a la nueva sede. Adicionalmente, las proyecciones contemplan un incremento en el valor del aporte patrimonial que va de la mano con el avance de la construcción de la nueva sede.

En los flujos provenientes de la venta de lotes, se considera la cobranza de USD 10,30 millones de terrenos vendidos actualmente y la venta futura de terrenos basados en las condiciones de mercado actuales.

Egresos

Los egresos del Fideicomiso corresponden:

- Capital e interés para cancelarse en forma trimestral a los inversionistas (dividendo).
- Gastos con terceros.
- Restituciones al Originador de los excedentes una vez cumplidos los pagos y retenciones correspondientes.

Cabe mencionar que, la gestión de cobranza la realizará el Originador, pero los cheques y/o transferencias de los valores producto de las ventas deberán ser girados a la orden del Fideicomiso y depositados o acreditados en la cuenta de éste en un plazo máximo de 24 horas.

De esta manera, a través del estudio de estructuración financiera se estimaron tres escenarios: moderado, pesimista y optimista con ventas totales de USD 50,98 millones, USD 49,18 millones y USD 52,77 millones respectivamente en el periodo de vigencia de 60 meses de la Titularización.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. utilizó las proyecciones del escenario pesimista y procedió a estresar los ingresos trimestrales estimados. Los ingresos proyectados se estresaron en un 10% trimestralmente para evaluar la capacidad del Fideicomiso para hacer frente a las obligaciones emanadas de la presente Titularización. Con esta premisa se obtuvo un exceso de flujos en el Fideicomiso de USD 25,46 millones, según se detallan en los anexos del presente informe.

A la fecha del presente informe se registraron flujos reales al Fideicomiso por USD 479.454, que corresponden al 53% de lo proyectado por el estructurador financiero. Sin embargo, como consecuencia de la garantía de exceso de flujos, los flujos reales que ingresaron al Fideicomiso ofrecieron una cobertura del 118% sobre el pago a realizarse de la Titularización, como se mencionó anteriormente.

TRIMESTRE	INGRESO PROYECTADO	GASTO FIDEICOMISO	FLUJOS NETOS PROYECTADOS	
1	906.638	10.000	896.638	479.454

Tabla 16: Flujos proyectados vs reales.

Fuente: Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.; Elaboración: Global Ratings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. da así cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literales b y d, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señalando que el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB posee una excelente capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el originador generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente titularización.

Definición de Categoría

FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE FLUJOS GUAYAQUIL COUNTRY CLUB GCC

CATEGORÍA AAA

Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN
FECHA CALIFICACIÓN CALIFICADORA
Calificación inicial AAA Global Ratings

Tabla 17: Historial de calificación **Fuente:** SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del Fideicomiso para cumplir los compromisos derivados de la titularización analizada, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y características de las garantías.

El Informe de Calificación de Riesgos del Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos GUAYAQUIL COUNTRY CLUB GCC, ha sido realizado con base en la información entregada por los estructuradores financiero y legal y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c) Gerente General

PROYECCIÓN DE VENTAS DE GUAYAQUIL COUNTRY CLUB – ESCENARIO ESTRESADO

FECHA	# TRIMESTRE	INGRESOS FIDEICOMISO (PESIMISTA)	INGRESOS ESTRESADOS (-10%)	GASTOS TERCEROS	INGRESOS NETOS	PAGO DE DIVIDENDOS A INVERSIONISTAS (K+i)	EXCESO DE FLUJOS
mar-20	1	816.869	735.182	10.000	725.182	487.500	237.682
jun-20	2	2.032.361	1.829.125	10.000	1.819.125	483.750	1.335.375
sep-20	3	2.820.599	2.538.539	10.000	2.528.539	480.000	2.048.539
dic-20	4	3.269.082	2.942.174	10.000	2.932.174	476.250	2.455.924
mar-21	5	3.456.606	3.110.945	10.000	3.100.945	1.176.000	1.924.945
jun-21	6	3.453.260	3.107.934	10.000	3.097.934	1.158.180	1.939.754
sep-21	7	3.320.428	2.988.385	10.000	2.978.385	1.140.360	1.838.025
dic-21	8	3.110.790	2.799.711	10.000	2.789.711	1.122.540	1.667.171
mar-22	9	2.868.320	2.581.488	10.000	2.571.488	1.104.720	1.466.768
jun-22	10	2.628.287	2.365.458	10.000	2.355.458	1.086.900	1.268.558
sep-22	11	2.417.255	2.175.530	10.000	2.165.530	1.069.080	1.096.450
dic-22	12	2.253.082	2.027.774	10.000	2.017.774	1.051.260	966.514
mar-23	13	2.144.922	1.930.430	10.000	1.920.430	1.033.440	886.990
jun-23	14	2.093.224	1.883.902	10.000	1.873.902	1.015.620	858.282
sep-23	15	2.089.731	1.880.758	10.000	1.870.758	997.800	872.958
dic-23	16	2.117.480	1.905.732	10.000	1.895.732	979.980	915.752
mar-24	17	2.150.804	1.935.724	10.000	1.925.724	960.660	965.064
jun-24	18	2.155.332	1.939.799	10.000	1.929.799	942.870	986.929
sep-24	19	2.087.986	1.879.187	10.000	1.869.187	925.080	944.107
dic-24	20	1.896.983	1.707.285	10.000	1.697.285	907.290	789.995
Total	-	49.183.401	44.265.061	200.000	44.065.061	18.599.280	25.465.781

MECANISMOS DE GARANTÍA Y COBERTURAS SOBRE ÍNDICE DE DESVIACIÓN

			GARANTÍAS				DESVIACIÓN '	Y COBERTURA
FECHA	# TRIMESTRE	EXCESO DE	FONDO DE	FONDO DE	FIDEICOMISO	TOTAL	DESVIACIÓN	COBERTURA
FECHA	# INIIVIESTRE	FLUJOS	RESERVA	GARANTÍA	AYG	GARANTÍAS	DESVIACION	DE FLUJOS
mar-20	1	237.682	600.000	276.267	15.000.000	16.113.949	86.607	186,06
jun-20	2	1.335.375	600.000	276.267	14.812.500	17.024.142	86.607	196,57
sep-20	3	2.048.539	600.000	276.267	14.625.000	17.549.806	86.607	202,64
dic-20	4	2.455.924	600.000	276.267	14.437.500	17.769.691	86.607	205,18
mar-21	5	1.924.945	600.000	276.267	14.250.000	17.051.212	86.607	196,88
jun-21	6	1.939.754	600.000	276.267	13.359.000	16.175.021	86.607	186,76
sep-21	7	1.838.025	600.000	276.267	12.468.000	15.182.292	86.607	175,30
dic-21	8	1.667.171	600.000	276.267	11.577.000	14.120.438	86.607	163,04
mar-22	9	1.466.768	600.000	276.267	10.686.000	13.029.035	86.607	150,44
jun-22	10	1.268.558	600.000	276.267	9.795.000	11.939.825	86.607	137,86
sep-22	11	1.096.450	600.000	276.267	8.904.000	10.876.717	86.607	125,59
dic-22	12	966.514	600.000	276.267	8.013.000	9.855.781	86.607	113,80
mar-23	13	886.990	600.000	276.267	7.122.000	8.885.257	86.607	102,59
jun-23	14	858.282	600.000	276.267	6.231.000	7.965.549	86.607	91,97
sep-23	15	872.958	600.000	276.267	5.340.000	7.089.225	86.607	81,86
dic-23	16	915.752	600.000	276.267	4.449.000	6.241.019	86.607	72,06
mar-24	17	965.064	600.000	276.267	3.558.000	5.399.331	86.607	62,34
jun-24	18	986.929	600.000	276.267	2.668.500	4.531.696	86.607	52,32
sep-24	19	944.107	600.000	276.267	1.779.000	3.599.374	86.607	41,56
dic-24	20	789.995	600.000	276.267	889.500	2.555.762	86.607	29,51
Total	-	25.465.781	12.000.000	5.525.340	179.964.000	222.955.121	1.732.140	128,72