

CALIFICACIÓN:

Titularización Guayaquil Country	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Titularización
Fecha última calificación	Abril 2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

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.

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

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 del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN

FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Oct-2019	AAA	GlobalRating
Abr-2020	AAA	GlobalRating

CONTACTO

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

mavila@globalratings.com.ec

Hernán López

Gerente General

hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB en comité No. 321-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de octubre de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto de 2020. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861 del 16 de diciembre de 2019 por un monto de hasta USD 15.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- 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 Atlántida Fidutlan 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 más de USD 150 millones. Asimismo, se encuentra a cargo de la administración del Fondo Administrado denominado Fondo Fit, que mantiene un monto total invertido en renta fija de USD 6,59 millones a agosto 2020 y se enfoca en inversiones en títulos valores con calificaciones de riesgo de A- o superiores.
- 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 los USD 50,00 millones, siendo las obligaciones con inversionistas de la presente Titularización un total de USD 18,60 millones (capital más intereses). Al 31 de agosto de 2020 los ingresos reportados al Fideicomiso ofrecieron una cobertura del 144% sobre el valor a pagar a los inversionistas en los dos primeros cupones del proceso de Titularización.
- 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 agosto 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 las ventas y cobranzas. En el caso específico de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, las ventas de membresías y lotes se han reducido, afectando los aportes al Fideicomiso. No obstante, dada la correcta estructuración inicial del proceso de Titularización se han logrado cumplir con las obligaciones emanadas de la presente Titularización.

FACTORES DE RIESGO

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, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible 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 pérdida 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, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsible 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 h, 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, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas. Cabe mencionar que en el caso de la Titularización de Flujos Futuros GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, no existen cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

INSTRUMENTO

TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Características	SERIE	DENOMINACIÓN	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	VTC-GCC	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Destino de los recursos	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.					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Agente de manejo	Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.					
Activo titularizado	Derecho de cobro: el cual constituye el derecho a percibir					
	<ul style="list-style-type: none"> ■ La totalidad del precio de venta de membresías y de aportes patrimoniales que los compradores de membresías en su calidad de exsocios, hijos de socios y nuevos socios de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB se comprometen a efectuar en favor del Club. ■ La totalidad del precio de venta de lotes del Club ubicados en el km 22 de la vía Guayaquil-Daule, parroquia Pascuales, cantón Guayaquil. 					
Mecanismos de garantía	<ul style="list-style-type: none"> ■ Exceso de flujo de fondos ■ Fondo de reserva ■ Fondo de garantía ■ Fianza solidaria del Originador ■ Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida) 					

Tabla 1: Resumen instrumento.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

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 la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

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

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, pero ciertas economías, principalmente avanzadas, presentaron una recuperación significativa durante el segundo trimestre, en respuesta a políticas fiscales, monetarias y regulatorias que permitieron mantener el ingreso disponible de los hogares, el flujo de efectivo de las empresas y la provisión de crédito. Por lo tanto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró la proyección de crecimiento de la economía mundial en 0,5 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones de junio². No obstante, la recuperación económica será desigual e incierta, especialmente en ciertas economías emergentes, cuyas proyecciones empeoraron por la continua propagación de la pandemia. Se espera, con gran incertidumbre, una recuperación a partir de 2021³.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
			Real		Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,81%	3,51%	2,80%	-4,36%	5,15%
	Banco Mundial	3,30%	3,00%	2,40%	-5,20%	4,20%
Economías avanzadas	FMI	2,53%	2,24%	1,65%	-5,82%	3,92%
	Banco Mundial	2,50%	2,10%	1,60%	-7,00%	3,90%
Economías emergentes	FMI	4,82%	4,48%	3,66%	-3,28%	6,05%
	Banco Mundial	4,50%	4,30%	3,50%	-2,50%	4,60%
América Latina	FMI	1,35%	1,06%	0,03%	-8,13%	3,57%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-11,00%	4,76%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	BCE	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	1,50%-2,00%
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	BCE	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	BCE	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 2: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** GlobalRatings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto⁴, ya que su desempeño económico fue deficiente durante los últimos cinco años. Las perspectivas económicas de la región para 2020 son precarias, en función de la propagación del virus, que no ha sido controlada, y su impacto significativo sobre los sistemas de salud, la importancia de sectores económicos que se han visto altamente afectados, como el turístico, la dependencia de la región en los commodities cuyos precios se han visto deteriorados y la creciente dependencia de financiamiento externo, incluidas las remesas.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁵. 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, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁶. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales de octubre, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁷. Los datos del segundo trimestre de 2020 reflejan una caída de -12,4%⁵ en el PIB, debido a la suspensión de actividades productivas a nivel nacional producto de la emergencia sanitaria, que contrajo los niveles de inversión en 18,5%, deterioró el monto de exportaciones en 15,7% y redujo el consumo de los hogares en 11,9%. Adicionalmente, la crisis fiscal que afronta el país,

¹ Fondo Monetario Internacional (2020, octubre). *World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

³ Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

⁴ 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*.

⁵ Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 112.

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>

incluso desde antes de la crisis sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 10,5%.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la cuarta economía con peor desempeño en América del Sur, precedida por Venezuela (-25,0%), Perú (-13,9%) y Argentina (-11,8%).

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁸. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. En septiembre de 2020 la OPEP redujo los pronósticos de demanda de petróleo para 2020 y 2021, lo que podría ejercer una presión a la baja sobre los precios y requerir recortes adicionales en la producción mundial. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.

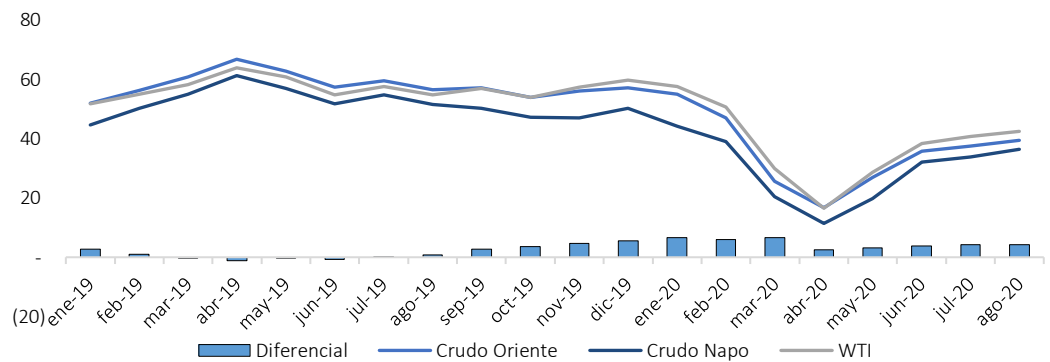


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Para agosto de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano creció en 4,64% con respecto al mes de julio, pero se mantiene 29,52% por debajo del valor registrado en agosto de 2019⁹. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁹. No obstante, el diferencial aumentó nuevamente a partir de mayo, alcanzando en agosto los USD 4,19 por barril. Actualmente el país afronta el desafío de incrementar la producción de crudo, que, para septiembre de 2020, se contrajo en 12,5% frente al mismo periodo de 2019.

Las exportaciones petroleras entre enero y agosto de 2020 cayeron en 46% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios y de la contracción de la demanda. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos provenientes de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado, luego de descontar las

⁸ 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>

⁹ Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). *Información Estadística Mensual No. 2023- Septiembre 2020.*

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ 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/>

preasignaciones dispuestas por Ley, y que permitirá garantizar la estabilidad económica, la sostenibilidad de las cuentas públicas y/o la ejecución de egresos para educación y salud.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a septiembre de 2020 se contrajo en 15%¹⁴ debido fundamentalmente al deterioro en los niveles de ventas. Con el objetivo de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes, por lo cual percibió USD 257 millones en el mes de septiembre. No obstante, se prevé una menor recaudación en 2020, en función del deterioro en el capital empresarial, los menores ingresos disponibles de la población, y la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁵. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit equivalente aproximadamente al 9% del PIB al término de este año¹⁶.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para agosto de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.924 millones, y se concentró en acreedores externos.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - septiembre 2020	9.370,91	-15,16%
Deuda pública (millones USD)	agosto 2020	59.260,53	6,39%
Deuda pública (% PIB)	agosto 2020	61,40%	10,36%
Deuda interna (millones USD)	agosto 2020	17.434,28	5,72%
Deuda externa (millones USD)	agosto 2020	41.826,25	6,67%

Tabla 3: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** GlobalRatings

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos depende de financiamiento externo. Durante la emergencia sanitaria, se gestionaron recursos de varios organismos multilaterales por cerca de USD 2.000 millones. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales para renegociar los vencimientos de USD 17.400 millones, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Una de las condiciones para dicha negociación fue concretar un acuerdo con el FMI al que se llegó en agosto de 2020, con una duración de 27 meses y por un monto de USD 6.500 millones, de los cuales USD 4.000 millones se recibirán este año. El plazo para el pago de capital será de 10 años, con 4 años de gracia, y una tasa de interés de 2,9% anual. El primer desembolso del FMI se realizó en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó principalmente a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Los siguientes desembolsos están previstos entre 2020 y 2022, siempre que el Gobierno cumpla con ciertos compromisos y requerimientos, entre los que se

¹² 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>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019*.

¹⁴ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Septiembre 2020*.

¹⁵ 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>

¹⁶ El Universo. (2020, octubre). *Ministro de Economía, Mauricio Pozo: 'Me vinculo en los últimos meses, pero no he venido a calentar el asiento'*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/10/14/nota/8014105/entrevista-mauricio-pozo-ministro-economia-ajuste-deuda-fmi-biess>

encuentran una mayor transparencia en las transacciones públicas y la aprobación de una Ley Anticorrupción, una expansión de la base de beneficiarios de los programas sociales, una disminución de los niveles de endeudamiento, la recuperación de la independencia del Banco Central y una reforma tributaria, entre otras. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

PERCEPCIONES DE RIESGO

Desde enero de 2020, el riesgo país presentó una tendencia creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁷. Tras la renegociación de la deuda externa y la firma del acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente, alcanzando por primera vez en el año una cifra por debajo de los 1.000 puntos. Ecuador mantiene el tercer índice más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.404) y Venezuela (25.264).

Durante los primeros meses de la emergencia sanitaria las principales calificadoras de riesgo internacionales redujeron la calificación crediticia del Ecuador en varias ocasiones. No obstante, en septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) y Standard & Poors subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras el acuerdo de renegociación con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional¹⁸.

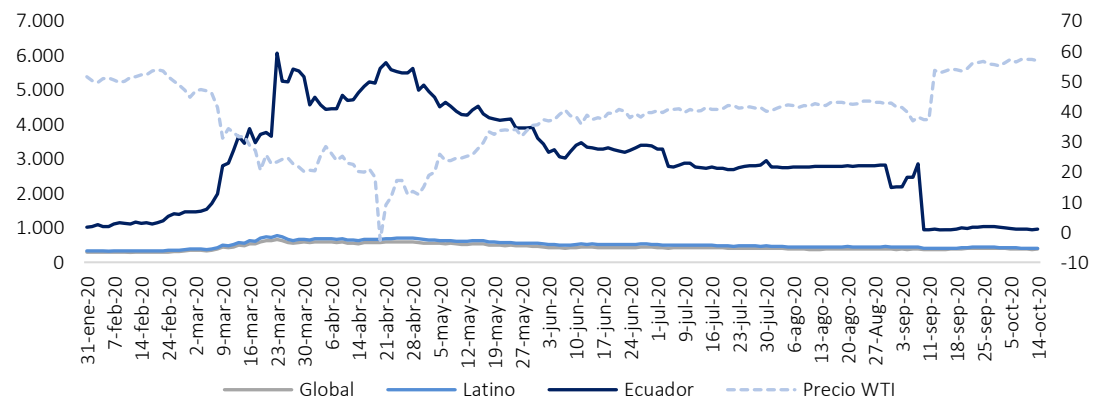


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).
Fuente: JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** GlobalRatings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región, debido a problemas como la inestabilidad jurídica y la tramitología. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el segundo trimestre de 2020 cayó en 68% con respecto al mismo periodo de 2019, agravada por la crisis del Covid-19. El 76% de la inversión extranjera directa se concentró en actividades de servicios, mientras que el 32% correspondió a actividades de explotación de minas y canteras y el 9% a las industrias manufactureras. Durante el segundo semestre existió una desinversión neta por parte de los países de la Comunidad Andina (-USD 193,8 mil). El 83,99% de la inversión extranjera durante el segundo trimestre de 2020 provino de Europa, principalmente Inglaterra (USD 59,47 millones) y Alemania (USD 12,37 millones). Por su parte, los capitales asiáticos totalizaron USD 15,74 millones, de los cuales el 93% provino de China¹⁹.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I	2020.II
Monto (millones USD)	756,11	624,55	1.388,67	946,26	238,88	90,84
% del PIB	0,76%	0,60%	1,29%	0,88%	0,92%	0,39%

Tabla 4: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

¹⁷ El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

¹⁸ Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>

¹⁹ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) deterioró los pronósticos laborales para 2020 y prevé una pérdida de 245 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial. Específicamente en América Latina, se perdieron cerca de 80 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su empleo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 60% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas²⁰, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUN. 2020*	SEPT. 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%	6,64%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%	32,08%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%	23,37%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%	10,77%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%	26,29%

*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en años anteriores. Los resultados para septiembre de 2020 se obtuvieron en 99% mediante encuestas cara a cara y en 1% por llamadas telefónicas.

Tabla 5: Indicadores laborales Ecuador.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. No obstante, las estadísticas del INEC sugieren una recuperación para septiembre de 2020, con una mejora en el nivel de desempleo, una recuperación en la tasa de empleo adecuado y un menor porcentaje de subempleo, en función de la reactivación gradual de las actividades económicas y las nuevas contrataciones amparadas en la Ley Humanitaria²¹. Por su parte, la OIT prevé una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020, y el FMI pronostica una tasa de desempleo de 8,1%, la tercera más baja en la región de América del Sur¹.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 6,70% para 2021³, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	SEPTIEMBRE 2019	SEPTIEMBRE 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	-0,01%	-0,16%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,07%	-0,90%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,13%	-0,71%

Tabla 6: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación para septiembre de 2020²². El FMI prevé una inflación nula para Ecuador en 2020, que incrementará a 1,05% en 2021¹. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²³.

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020 desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²³. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. No obstante, para octubre de 2020 los mercados financieros cayeron debido a perspectivas negativas en cuanto a la evolución del Covid-19 y a la implementación de

²⁰ Orueta, I. (2017). La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.

²¹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, octubre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

²² Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, septiembre). *Índice de Precios al Consumidor, septiembre 2020*.

²³ Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

estímulos fiscales, principalmente en Estados Unidos, lo que condujo a una mayor demanda de activos seguros, presionando al alza las cotizaciones de las monedas más fuertes.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	agosto 2020	27.275	0,48%	8,95%
Especies monetarias en circulación	agosto 2020	17.944	-0,42%	11,21%
Depósitos a la vista	agosto 2020	9.251	2,28%	4,90%
Liquidez total (M2)	agosto 2020	60.087	0,98%	8,52%
Captaciones a plazo del sistema financiero	agosto 2020	32.812	1,41%	8,16%
Colocaciones del sistema financiero	agosto 2020	44.321	0,05%	3,17%
Reservas internacionales	septiembre 2020	3.443	5,68%	-32,89%
Reservas bancarias	septiembre 2020	6.096	2,20%	56,61%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	octubre 2020	8,96%	-0,06%	0,17%
Tasa pasiva referencial	octubre 2020	6,31%	-0,05%	0,28%
Diferencial de tasas de interés	octubre 2020	2,65%	-0,01%	-0,11%

Tabla 7: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril los niveles de liquidez presentaron una recuperación. Para agosto de 2020 existió un cambio en la estructura de liquidez, evidenciando una mejora en la confianza de los depositantes y un mayor ahorro.

Históricamente, las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 1,57% entre los meses de julio y agosto, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 1,07%, impulsados por la tasa pasiva referencial, que presentó un incremento en el comparativo interanual con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero se redujeron durante los meses de confinamiento. Para agosto de 2020 se evidenció una recuperación en la colocación de crédito, superando el monto otorgado en agosto de 2019. En marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrían 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 crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en septiembre de 2020 cubrió en 55,75% a los pasivos monetarios de la entidad y en 56,48% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central9.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Durante el segundo trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 82% del total, se redujeron en 21% con respecto al primer trimestre

de 2020 y en 27% frente al segundo trimestre de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la menor demanda también disminuyeron las importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta agosto de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-AGO 2019	ENE-AGO 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	14.921	12.901
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	5.987	3.236
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	8.934	9.664
Importaciones	19.033	22.106	21.509	14.590	10.936
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.873	1.744
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	11.717	9.191
Balanza comercial	59	-478	820	332	1.965
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	3.114	1.492
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-2.783	473

Tabla 8: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

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 GlobalRatings 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. El sector es un dinamizador de la economía, puesto que genera encadenamientos con varias ramas industriales y comerciales del país, generando un efecto multiplicador. El Estado participa en esta actividad a través de la inversión en obras de infraestructura básica, vial, recreación, deportes y educación, mientras que el sector privado participa especialmente en la rama edificadora o de vivienda.

Actualmente, el sector afronta el desafío de reactivarse en medio de la crisis económica, considerando que su desempeño 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 en la economía²⁴. Asimismo, el sector inmobiliario cerró el año con una desaceleración del 17% con respecto al 2018, afectado por la disminución de 11,7% en los créditos hipotecarios otorgados por el BIESS a nivel nacional. 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 volvió a recaer²⁵. La crisis del Covid-19 supone una presión adicional para el sector, dado que las medidas de confinamiento detuvieron los proyectos, alteraron las cadenas de suministro y el acceso a materiales, y generaron una crisis de liquidez.

El sector de la construcción creció sostenidamente durante la década de 2004 a 2014, periodo en el cual alcanzó una tasa de crecimiento promedio de 6,94%. 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 contrajeron la inversión privada en edificaciones. Entre 2015 y 2017, el sector de la construcción cayó 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 2016²⁶. 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, con una recuperación real 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 abril, ocasionaron una contracción de 5,16% en el sector de la construcción, que alcanzó un VAB nominal de USD 11.691 millones.

²⁴ El Comercio. (2020, enero). La construcción cayó en el 2019, promotores arman estrategias. <https://www.elcomercio.com/actualidad/construccion-ecuador-promotores-estrategias-economia.html>

²⁵ Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador (APIVE). Reporte de Asociados: Noviembre-Diciembre/2019. Enero 2020.

²⁶ Banco Central del Ecuador. *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No.112*.

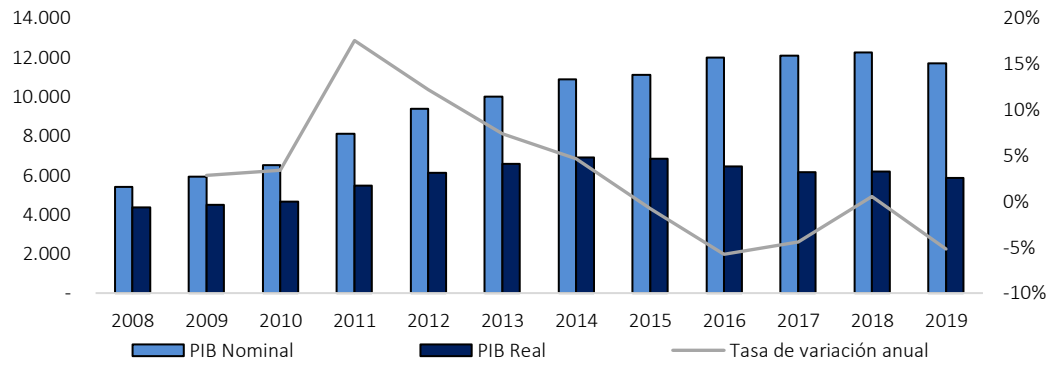


Gráfico 3: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación anual del sector construcción.

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, impulsada por la derogatoria de la Ley de Plusvalía, que fomentó la reanudación de proyectos que se encontraban paralizados, así como por la Ley de Fomento Productivo, con el objetivo de reactivar la producción y el empleo de los distintos sectores. No obstante, a partir del tercer trimestre la construcción presentó un decrecimiento que se extendió hasta el segundo trimestre de 2019. El tercer trimestre de 2019 mostró una leve mejora de 0,42% con respecto al trimestre anterior, pero 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. Durante el primer trimestre de 2020 se mantuvo el comportamiento decreciente, con una caída de 7,14% en la actividad de la construcción con respecto al primer trimestre de 2019 y de 5,52% con respecto al cuarto trimestre de 2019, reflejando, aparte de la menor actividad, los efectos de la crisis generada por el Covid-19 y las medidas de confinamiento. El sector de la construcción presentó la desaceleración más pronunciada en la economía nacional durante el primer trimestre de 2020. Adicionalmente, de acuerdo con un estudio del Banco Central del Ecuador, entre los meses de marzo y mayo de 2020, el sector de la construcción se contrajo en aproximadamente 4,7%, como consecuencia de la emergencia sanitaria y su impacto sobre la actividad económica²⁷. En general, durante el segundo trimestre de 2020 el sector de la construcción decreció en 12,73% frente al mismo periodo de 2019²⁶.

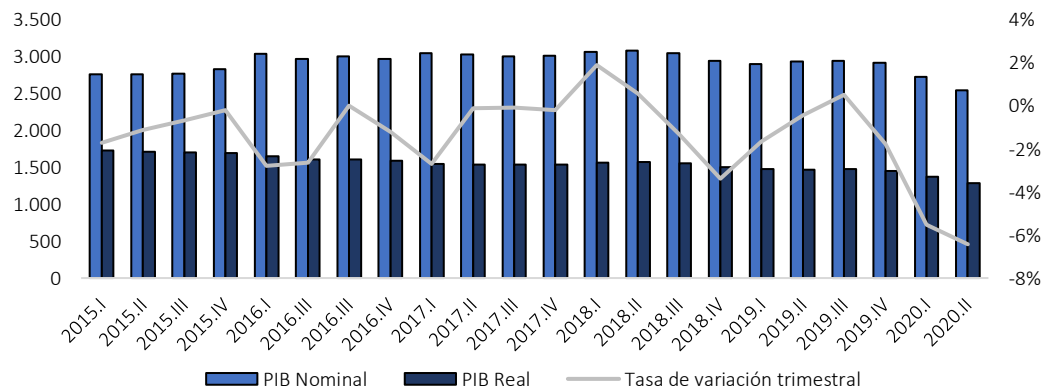


Gráfico 4: Producto interno bruto (USD millones) y tasa de variación trimestral del sector construcción.

Fuente: Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** GlobalRatings.

Al cierre de 2019 el PIB de la construcción representó el 10,88% del PIB nacional, y para el segundo trimestre de 2020 su participación dentro de la economía fue de 10,79%, manteniéndose como el segundo sector más representativo en la economía del país. Este sector está estrechamente relacionado con el estado de la economía y es un multiplicador de empleo y distribución de la renta.

Las expectativas internacionales para la industria de la construcción son negativas, con una contracción esperada de -1,4% en la actividad a nivel mundial durante 2020. En el país, la implementación de las medidas de confinamiento y la consecuente paralización en la actividad económica detuvieron los proyectos en ejecución, limitaron el acceso a materiales debido a disrupciones en las cadenas de

²⁷ Banco Central del Ecuador. (2020, agosto). *Evaluación del impacto macroeconómico del Covid19 en la economía ecuatoriana*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1373-evaluacion-del-impacto-macroeconomico-del-covid19-en-la-economia-ecuatoriana>

producción y demoraron los proyectos en etapas previas de 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 actividades²⁸ y alrededor de USD 400 millones de proyectos fueron represados por la paralización de servicios dentro de la cadena de la construcción²⁹. A pesar de que el pronóstico no es bueno, se espera que se abran nuevas oportunidades de inversión extranjera directa con la creación de Fondos y Sociedades de Inversión en bienes inmuebles para alquiler, y la popularidad de Ecuador como destino predilecto para retiro que impulsa el turismo inmobiliario.

En el 2018 se concedieron 27.596 permisos de construcción por parte de los municipios alrededor del país, que representan una disminución frente a 2018, cuando se emitieron 30.630 permisos. Del total de potenciales edificaciones para 2019, 86,07% correspondió a edificaciones residenciales, 8,98% a construcciones no residenciales y el 4,95% restante a viviendas mixtas. Del total de edificaciones la mayor parte se concentró en la provincia del Guayas con 7.106, que representa el 21,33%, seguido por Pichincha y Azuay, en donde se alcanzaron 6.846 y 2.227 construcciones³⁰, respectivamente. Este comportamiento se mantuvo estable con respecto a los datos registrados para 2018.

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 abril de 2018, se inició un nuevo ciclo para el sector inmobiliario en el país. Para 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. Durante los últimos años las viviendas con rangos más bajos (USD 0- USD 70.000) fueron las más afectadas 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 habitacional. Para diciembre de 2019, el déficit habitacional cualitativo empeoró en 2,1% con respecto al 2018, y el número de viviendas ofertadas en el país se contrajo. Entre enero y agosto de 2020, las reservas netas cayeron en 31% con respecto al mismo periodo de 2019, con un decrecimiento en todos los rangos de precios.

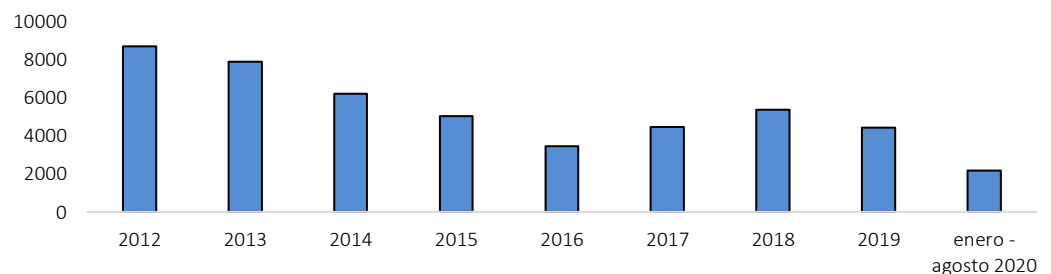


Gráfico 5: Evolución de unidades reservadas netas.
Fuente: APIVE; **Elaboración:** Global Ratings

El Índice de Nivel de Actividad Registrada (INAR) mide el desempeño económico-fiscal de los sectores productivos de la economía. Para el mes de agosto de 2020, el sector de la construcción obtuvo un INAR de 111,41 puntos, cifra 4,75% superior a la de agosto de 2019 y que representa una mejora de 26,31% frente a julio de 2020, reflejando la reactivación económica tras el levantamiento de las restricciones de movilidad. Por su parte, las actividades inmobiliarias obtuvieron un índice de actividad de 92,96 puntos en agosto de 2020, cifra que se redujo en 13,72% con respecto a agosto de 2019, y que constituye una recuperación de 7,07% con respecto a julio de 2020.

²⁸ El Universo. (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>

²⁹ 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>

³⁰ INEC. (2020). *Encuesta de edificaciones 2019*. <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/edificaciones>

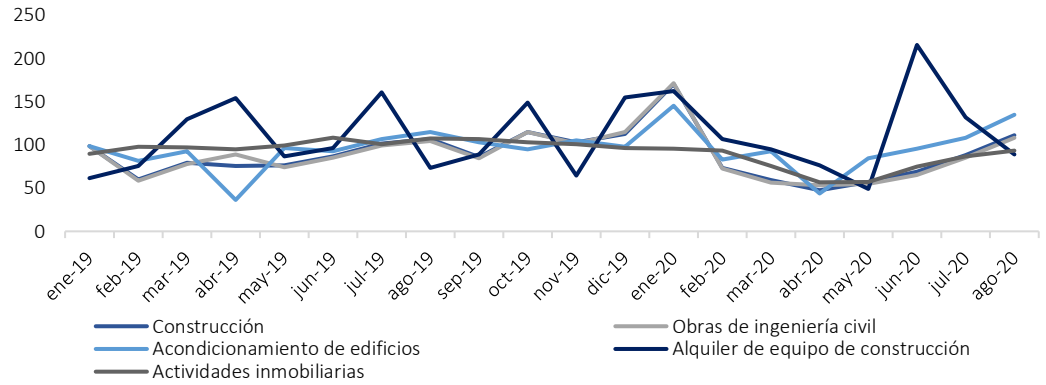


Gráfico 6: Índice de Nivel de Actividad Registrada
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

A partir de la contracción del sector desde 2015, el empleo total generado por actividades de construcción y venta de inmuebles mantuvo una tendencia decreciente. Asimismo, el empleo adecuado disminuyó desde 2015 a 2019, señal de informalidad creciente en el sector. Por lo tanto, la participación del sector en la provisión de empleo a nivel nacional disminuyó de 6,8% en 2018, a 6,08% en 2019, situándolo como el sexto sector con mayor generación de empleo en el país³¹. Cerca del 38% del empleo en el sector de la construcción es 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 ya que genera amplias fuentes de trabajo para mano de obra no calificada; aproximadamente el 49,2% de la mano de obra no calificada en el país corresponde a la construcción. El sector provee ingresos de manera directa e indirecta a 2.296.606 personas³². De acuerdo con el Banco Central del Ecuador, como consecuencia de la emergencia sanitaria, se perdieron aproximadamente 25.000 empleos en el sector entre marzo y mayo de 2020³³.

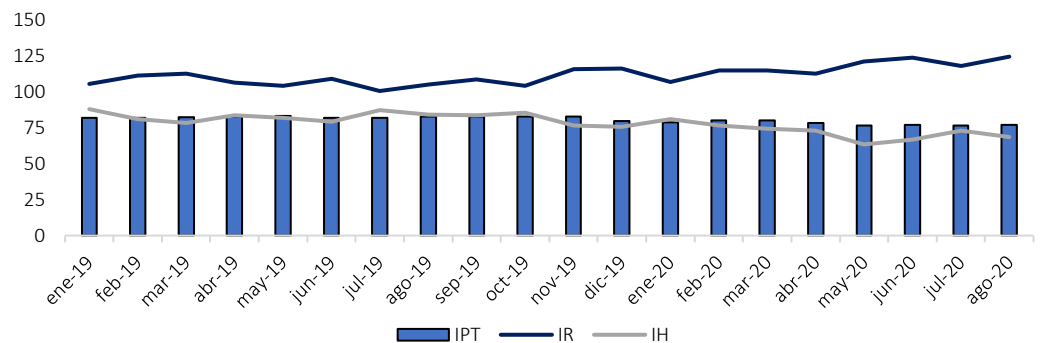


Gráfico 7: Índice de Puestos de Trabajo, Índice de Remuneraciones e Índice de Horas Trabajadas – actividades inmobiliarias.
Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

Por su parte, los indicadores laborales de las actividades inmobiliarias evidencian un deterioro durante el último año. El Índice de Puestos de Trabajo fue de 76,59 puntos en agosto de 2020, el cual se mantuvo estable frente a julio de 2020, pero se redujo en 7,06% con respecto a agosto de 2019, en línea con la contracción del sector. El Índice de Horas Trabajadas fue de 68,35 puntos en agosto de 2020, con una caída anual de 18,54% y una disminución mensual de 6,00%, lo que denota un deterioro en los niveles de actividad. Finalmente, el Índice de Remuneraciones fue de 123,93 puntos en agosto de 2020, con un incremento anual de 18,50%, lo cual señala una mejor en los niveles de ingresos percibidos por el sector durante el último año.

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, no se alcanzó la meta inicial de USD 900 millones debido a la contracción de la economía ecuatoriana. La mayoría de las operaciones fueron destinadas a la compra de viviendas terminadas, a la compra de terrenos y a la construcción³³. De igual manera, durante el segundo trimestre de 2020 se evidenció una caída significativa en la actividad crediticia del sector: el sector financiero privado y el popular y solidario otorgaron 838 operaciones, lo que representa una caída de 77,5% frente al mismo periodo de 2019, cuando se otorgaron

³¹ INEC. (2019, diciembre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

³² Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador (APIVE) Tendencias y Perspectivas del Sector Inmobiliario en Ecuador. D diciembre 2019.

³³ Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. *Reporte Estadístico Abril 2010 – Septiembre 2019*.

3.721 operaciones crediticias³⁴. El volumen de crédito otorgado por las entidades del sistema financiero al sector de la construcción se redujo en 35,91% al cierre de 2019 y el monto total otorgado entre enero y junio de 2020 presentó una caída de 21,17% frente al monto otorgado entre enero y junio de 2019. Por su parte, el crédito otorgado a las actividades inmobiliarias incrementó en 14,71% al cierre de 2019, y entre enero y junio de 2020 creció en 33,46% frente al periodo entre enero y junio de 2019.

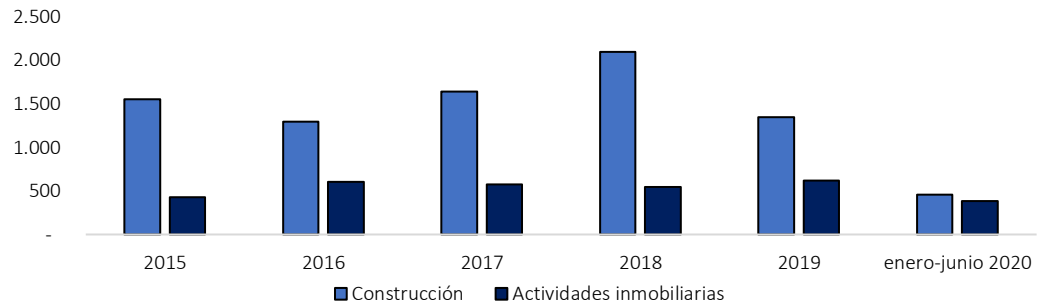


Gráfico 8: Volumen de crédito otorgada (millones USD).
Fuente: Superintendencia de Bancos; **Elaboración:** GlobalRatings

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.

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 público-privadas, 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.

³⁴ El Comercio. (2020, septiembre). *Economía de Ecuador se hunde 12,4% el segundo trimestre de 2020*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-crisis-comercio-agricultura.html>

PERFIL INTERNO

EL ORIGINADOR

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.



Gráfico 9: Historia de la organización;

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB; **Elaboración:** GlobalRatings

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.

MIEMBROS DEL DIRECTORIO	CARGO
Xavier Castro Muñoz	Presidente
Iván Leonardo Pancha Eguez	Vicepresidente
Jaime Ricardo Mielles 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 9: 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 fijar 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.

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.

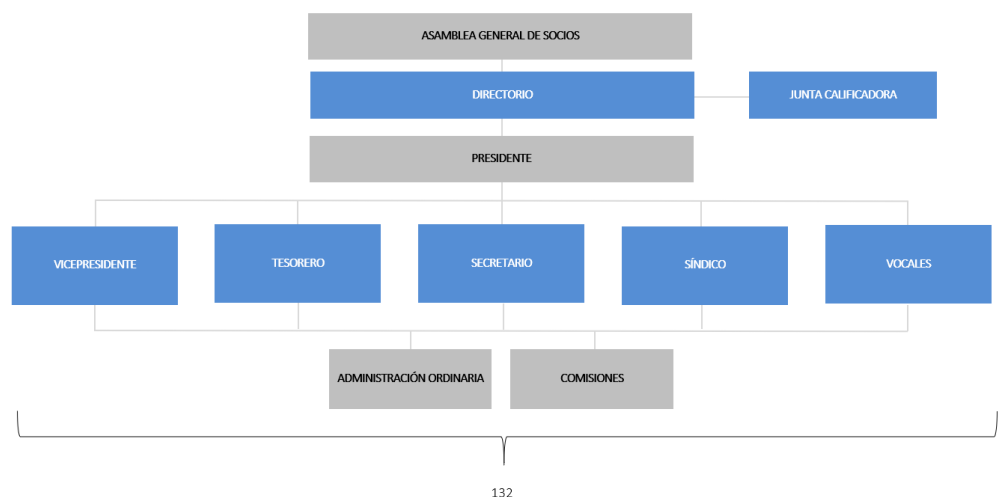


Gráfico 10: Organigrama

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB; **Elaboración:** GlobalRatings

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.

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.

NEGOCIO Y OPERACIONES

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, 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 empresas 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.

ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS

Fiduciaria de las Américas Fiduméricas 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 Fiduciaria 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.

En el año 2020, el Grupo Financiero Atlántida, holding centroamericano con operaciones en banca, seguros, pensiones, casas de bolsa y servicios de informática; adquirió el 55% de Grupo Accival del que formaba parte la Fiduciaria. De esta forma, cambió su denominación a Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. con fecha 22 de enero de 2020 y desde el 1 de julio de dicho año el Grupo Atlántida inició sus operaciones formalmente en el Ecuador.

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

FIDUCIARIA ATLÁNTIDA FIDUTLAN ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (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 10: Estructura societaria hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

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.

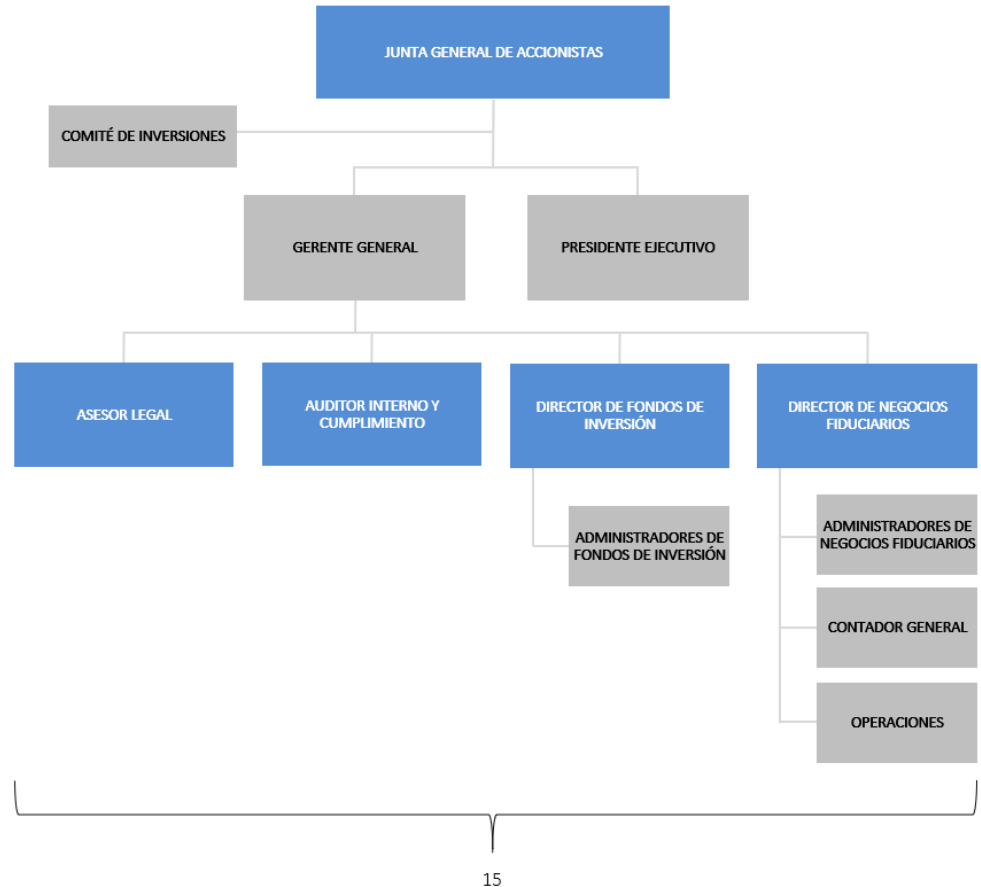


Gráfico 11: Extracto estructura organizacional
Fuente: Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.;
Elaboración: Global Ratings

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 11 personas, según el siguiente detalle:

PERSONAL DE NEGOCIOS FIDUCIARIOS	NOMBRE
Gerencia General	Juan Francisco 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 Umaginga
Contadora Fiduciaria	Mariana Tipán
Asistente Contable	Michelle Pozo
Oficial de Cumplimiento	Giovanny Marcelo Proaño Jaramillo

Tabla 11: Detalle del personal de negocios fiduciarios.
Fuente: Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.;
Elaboración: GlobalRatings

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:

PERSONAL – FONDOS DE INVERSIÓN	NOMBRE
Directora Comercial	María Elisa Cantos
Tesorero	Luis Hidalgo Guañuna
Operaciones	Christian Bravo Mata
Comercial	María Paulina Aguirre

Tabla 12: Detalle del personal de fondos de inversión.
Fuente: Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.;
Elaboración: GlobalRatings

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 la 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 más de USD 150 millones. Asimismo, se encuentra a cargo de la administración del Fondo Administrado denominado Fondo Fit, que mantiene un monto total invertido en renta fija de USD 6,59 millones a agosto 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 establece 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" ahora denominada Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.) 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 recibirán 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 1 de julio de 2020 se había colocado el 100% 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
Julio 2020	2.447.550
Total	15.000.000

Tabla 13: Resumen de colocaciones (USD).

Fuente: Casa de Valores Advfin S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

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 segundo pago de obligaciones fue realizado el 26 de junio de 2020, quedando un saldo remanente de pago de USD 12,24 millones. Se debe recalcar que en el mes de julio 2020 se colocaron USD 2,47 millones adicionales:

SERIE	FECHA PAGO	CAPITAL PAGADO	INTERÉS PAGADO	TOTAL PAGADO	SALDO CAPITAL
A	26/3/2020	156.906	251.049	407.955	12.395.544
A	26/6/2020	156.906	247.911	404.817	12.238.639

Tabla 14: Resumen de pagos (USD).

Fuente: Fiduciaria Atlántida Fidutlan Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.;

Elaboración: GlobalRatings

Desde la constitución del Fideicomiso, han surgido varios factores exógenos que han afectado al panorama económico en el que se desenvuelve el proceso de Titularización. En primer lugar, se registraron protestas y paralizaciones en la economía ecuatoriana en el mes de octubre de 2019 que influyeron negativamente para el desempeño económico del año. Ante estas situaciones el Gobierno Ecuatoriano implementó varias reformas que pretenden reordenar las finanzas públicas, priorizando las inversiones y el gasto público, que permitan equilibrar la caja fiscal y fomentar las nuevas inversiones privadas o en alianzas público-privadas para los sectores estratégicos de la economía.

La Administración del Fideicomiso considera que no se generó efecto alguno sobre el proceso de Titularización, debido a que las fortalezas derivadas de una adecuada y técnica estructuración previa, permiten garantizar a los inversionistas y al mercado de capitales seguridad razonable en la oferta de papeles, que a su vez permiten hacer frente a los cambios del entorno macroeconómico del país.

Por otro lado, la emergencia sanitaria ocasionada por COVID-19 a inicios del año 2020 provocaron una crisis económica a nivel mundial, registrando restricciones de movilidad de personas y de mercancías. Todo esto ha afectado negativamente a la mayor parte de sectores de la economía. Esto ha provocado una afectación en la demanda y en las ventas del Originador. A fin de sobrellevar las situaciones mencionadas, la Administración se encontró a inicios de año definiendo sus planes de construcción y expectativas de operación en el mediano plazo, no obstante, determinaron a la fecha del presente informe mantener los planes de construcción de acuerdo con el plan original dado que los efectos de la pandemia paulatinamente se van recuperando conforme se levantan las restricciones impuestas por el Gobierno Central y se reactiva la economía en general.

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 desde el inicio del Fideicomiso hasta agosto de 2020, se observó que los flujos de ventas recaudados reales presentaron un nivel de cumplimiento medio del 15% sobre lo estimado debido a la situación actual de emergencia sanitaria por COVID-19. Sin embargo, el monto total recaudado de USD 1,17 millones ofreció una cobertura suficiente para cubrir los pagos a los obligacionistas en ese mismo periodo y de acuerdo con la fiduciaria se mantiene provisionado el valor por pagar del instrumento hasta diciembre de 2020. De esta forma, gracias a la estructuración inicial realizada se logró hacer frente a la obligaciones en el escenario actual de crisis.

RECAUDACIONES DEL FIDEICOMISO	RECAUDACIÓN REAL	PROYECTADO	CUMPLIMIENTO
dic-19	136.647	302.213	45%
ene-20	166.606	707.377	24%
feb-20	146.201	707.377	21%
mar-20	142.146	707.377	20%
abr-20	115.035	970.123	12%
may-20	100.440	970.123	10%
jun-20	93.635	970.123	10%
jul-20	169.490	1.119.617	15%
ago-20	103.728	1.119.617	9%
Total	1.173.928	7.573.945	15%

Tabla 15: Flujos proyectados vs recaudación real (USD).

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

Elaboración: GlobalRatings

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe GUAYAQUIL COUNTRY CLUB mantiene vigente únicamente la Primera Titularización de Flujos Futuros, la presencia bursátil que ha mantenido el club es la siguiente:

INSTRUMENTOS EMITIDOS	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Titularización de Flujos Futuros	2019	SCVS-INMV-2019-00038861	15.000.000	Vigente

Tabla 16: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

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.

INSTRUMENTOS EMITIDOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Titularización de Flujos Futuros	188	22	15.000.000

Tabla 17: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

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.

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 1 de julio de 2020 se colocaron los USD 15.000.000, es decir el 100% 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 GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Monto de la emisión	USD 15.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Instrumento	Fideicomiso Mercantil denominado "Titularización Guayaquil Country Club"					
Características	SERIE	DENOMINACIÓN	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	VTC-GCC	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Destino de los recursos	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	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil					
Estructurador financiero	Intervalores Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Casa de Valores Advfin S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Agente de manejo	Fiduciaria de las Américas Fiduaméricas Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.					
Activo titularizado	Derecho de cobro: el cual constituye el derecho a percibir					
	<ul style="list-style-type: none"> La totalidad del precio de venta de membresías y de aportes patrimoniales que los compradores de membresías en su calidad de exsocios, hijos de socios y nuevos socios de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB se comprometen a efectuar en favor del Club. La totalidad del precio de venta de lotes del Club ubicados en el km 22 de la vía Guayaquil-Daule, parroquia Pascuales, cantón Guayaquil. 					
Mecanismos de garantía	<ul style="list-style-type: none"> Exceso de flujo de fondos Fondo de reserva Fondo de garantía Fianza solidaria del Originador Fideicomiso AYG (Garantía Real Constituida) 					

Tabla 18: Características del instrumento

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; Elaboración: GlobalRatings

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 agosto de 2020. La amortización de capital es del 1,25% trimestral los primeros cuatro trimestres y del 5,94% en los trimestres restantes.

N°	SERIE A	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERÉS	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	14.686.189	188.265	293.724	481.989	14.497.924
4	26/12/2020	14.497.924	188.265	289.958	478.223	14.309.659
5	26/3/2021	14.309.659	894.642	286.193	1.180.835	13.415.017
6	26/6/2021	13.415.017	894.640	268.300	1.162.940	12.520.378
7	26/9/2021	12.520.378	894.671	250.408	1.145.079	11.625.706
8	26/12/2021	11.625.706	894.671	232.514	1.127.185	10.731.035
9	26/3/2022	10.731.035	894.671	214.621	1.109.292	9.836.364
10	26/6/2022	9.836.364	894.671	196.727	1.091.399	8.941.692
11	26/9/2022	8.941.692	894.671	178.834	1.073.505	8.047.021
12	26/12/2022	8.047.021	894.671	160.940	1.055.612	7.152.350
13	26/3/2023	7.152.350	894.671	143.047	1.037.718	6.257.678
14	26/6/2023	6.257.678	894.671	125.154	1.019.825	5.363.007
15	26/9/2023	5.363.007	894.671	107.260	1.001.931	4.468.336
16	26/12/2023	4.468.336	894.671	89.367	984.038	3.573.664
17	26/3/2024	3.573.664	893.416	71.473	964.889	2.680.248
18	26/6/2024	2.680.248	893.416	53.605	947.021	1.786.832
19	26/9/2024	1.786.832	893.416	35.737	929.153	893.416
20	26/12/2024	893.416	893.416	17.868	911.284	0

Tabla 19: Amortización Serie A (USD)

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

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 100%. 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	PROBABILIDAD	PONDERACIÓN	ÍNDICE DE DESVIACIÓN
Pesimista	-210.226	-1,28	10%	21.023	0,82%
Optimista	110.643	0,67	25%	27.661	1,09%
Moderado	63207.95	0,39	65%	41.085	1,61%

Tabla 20: 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, de acuerdo con lo reportado por la Fiduciaria se ha cumplido con el mecanismo de garantía de exceso de flujos de fondos al recaudar un monto total de USD 1,17 millones. De esta forma, se logró una cobertura del 144% sobre los dos primeros pagos del instrumento por un monto total de USD 813 mil.

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 agosto de 2020 el fideicomiso tiene constituido el fondo de reserva por un valor de \$600.000,00; valor que se refleja dentro de la inversión que mantiene en Fondo Vanguardia 90.

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, al 31 de agosto de 2020 al no presentarse los casos indicados para la conformación del fondo de garantía, no ha sido necesario recurrir a ese mecanismo de garantía, 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 a favor del Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos GUAYAQUIL COUNTRY CLUB GCC, por lo cual el Originador se compromete a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas una vez que habiendo utilizado todos los recursos monetarios del Fideicomiso, producto de la recaudación y provisión, acorde al orden de prelación establecido, no se haya podido cubrir con las provisiones necesarias para cumplir con el pago respectivo de cada dividendo trimestral de los inversionistas 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, el 28 de octubre de 2019 se constituyó el Fideicomiso AYG y con fecha 04 de diciembre de 2019 se inscribió el macrolote 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 Fideicomiso.
- 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 al inicio del proceso de Titularización.

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 a:

- 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 1.173.928, que corresponden al 15% de lo proyectado por el estructurador financiero para agosto de 2020. Sin embargo, como consecuencia de la garantía de exceso de flujos, los flujos reales que ingresaron al Fideicomiso ofrecieron una cobertura del 144% sobre el pago a realizarse de la Titularización, como se mencionó anteriormente.

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.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

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.

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 del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

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

ANEXOS

PROYECCIÓN DE VENTAS - ESCENARIO ESTRESADO		INGRESOS FIDEICOMISO (PESIMISTA)	INGRESOS ESTRESADOS (-10%)	GASTOS TERCEROS	INGRESOS NETOS	PAGO DE DIVIDENDOS A INVERSIONISTAS (K+i)	EXCESO DE FLUJOS
1	mar-20	816.869	735.182	10.000	725.182	487.500	237.682
2	jun-20	2.032.361	1.829.125	10.000	1.819.125	483.750	1.335.375
3	sep-20	2.820.599	2.538.539	10.000	2.528.539	480.000	2.048.539
4	dic-20	3.269.082	2.942.174	10.000	2.932.174	476.250	2.455.924
5	mar-21	3.456.606	3.110.945	10.000	3.100.945	1.176.000	1.924.945
6	jun-21	3.453.260	3.107.934	10.000	3.097.934	1.158.180	1.939.754
7	sep-21	3.320.428	2.988.385	10.000	2.978.385	1.140.360	1.838.025
8	dic-21	3.110.790	2.799.711	10.000	2.789.711	1.122.540	1.667.171
9	mar-22	2.868.320	2.581.488	10.000	2.571.488	1.104.720	1.466.768
10	jun-22	2.628.287	2.365.458	10.000	2.355.458	1.086.900	1.268.558
11	sep-22	2.417.255	2.175.530	10.000	2.165.530	1.069.080	1.096.450
12	dic-22	2.253.082	2.027.774	10.000	2.017.774	1.051.260	966.514
13	mar-23	2.144.922	1.930.430	10.000	1.920.430	1.033.440	886.990
14	jun-23	2.093.224	1.883.902	10.000	1.873.902	1.015.620	858.282
15	sep-23	2.089.731	1.880.758	10.000	1.870.758	997.800	872.958
16	dic-23	2.117.480	1.905.732	10.000	1.895.732	979.980	915.752
17	mar-24	2.150.804	1.935.724	10.000	1.925.724	960.660	965.064
18	jun-24	2.155.332	1.939.799	10.000	1.929.799	942.870	986.929
19	sep-24	2.087.986	1.879.187	10.000	1.869.187	925.080	944.107
20	dic-24	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 COBERTURA SOBRE ÍNDICE DE DESVIACIÓN		GARANTÍAS					DESVIACIÓN Y COBERTURA	
		EXCESO DE FLUJOS	FONDO DE RESERVA	FONDO DE GARANTÍA	FIDEICOMISO AYG	TOTAL GARANTÍAS	DESVIACIÓN	COBERTURA DE FLUJOS
1	mar-20	237.682	600.000	276.267	15.000.000	16.113.949	86.607	186,06
2	jun-20	1.335.375	600.000	276.267	14.812.500	17.024.142	86.607	196,57
3	sep-20	2.048.539	600.000	276.267	14.625.000	17.549.806	86.607	202,64
4	dic-20	2.455.924	600.000	276.267	14.437.500	17.769.691	86.607	205,18
5	mar-21	1.924.945	600.000	276.267	14.250.000	17.051.212	86.607	196,88
6	jun-21	1.939.754	600.000	276.267	13.359.000	16.175.021	86.607	186,76
7	sep-21	1.838.025	600.000	276.267	12.468.000	15.182.292	86.607	175,30
8	dic-21	1.667.171	600.000	276.267	11.577.000	14.120.438	86.607	163,04
9	mar-22	1.466.768	600.000	276.267	10.686.000	13.029.035	86.607	150,44
10	jun-22	1.268.558	600.000	276.267	9.795.000	11.939.825	86.607	137,86
11	sep-22	1.096.450	600.000	276.267	8.904.000	10.876.717	86.607	125,59
12	dic-22	966.514	600.000	276.267	8.013.000	9.855.781	86.607	113,80
13	mar-23	886.990	600.000	276.267	7.122.000	8.885.257	86.607	102,59
14	jun-23	858.282	600.000	276.267	6.231.000	7.965.549	86.607	91,97
15	sep-23	872.958	600.000	276.267	5.340.000	7.089.225	86.607	81,86
16	dic-23	915.752	600.000	276.267	4.449.000	6.241.019	86.607	72,06
17	mar-24	965.064	600.000	276.267	3.558.000	5.399.331	86.607	62,34
18	jun-24	986.929	600.000	276.267	2.668.500	4.531.696	86.607	52,32
19	sep-24	944.107	600.000	276.267	1.779.000	3.599.374	86.607	41,56
20	dic-24	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