

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB"

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 091/2023, del 28 de abril de 2023
Información Financiera cortada al 28 de febrero de 2023

Analista: Ing. Xavier Espinosa
xavier.espinosa@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es un club social y deportivo, sin fines de lucro, debidamente organizado y facultado para establecer y recibir aportes patrimoniales de los compradores de membresías. Su objeto social es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte.

Revisión

Resolución: SCVS-INMV-2019-00038861, emitida el 16 de diciembre de 2019.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación, reunido en sesión No. 091/2023, del 28 de abril de 2023 decidió otorgar la calificación de "AAA" (Triple A) al Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB" por un monto de quince millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 15'000.000,00).

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), la presente calificación de riesgo "no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."

La información presentada y utilizada en el análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB" se fundamenta en:

Sobre la Titularización de Derechos de Cobro sobre Ventas Futuras Esperadas:

- Mediante Escritura Pública, celebrada el 21 de octubre de 2019, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como Originador y Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.), como Agente de Manejo, constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB".
- El Originador es un club social y deportivo, sin fines de lucro, debidamente organizado y existente de conformidad con la legislación vigente, facultado a emitir y vender membresías y a establecer y recibir aportes patrimoniales de los compradores de membresías. GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es propietario del macrolote

de 154 hectáreas ubicado en el kilómetro 22 de la vía a Daule. El macrolote será aportado al Fideicomiso AYG¹ a efectos de que: Se lleve a cabo el proceso de desmembración; y, se establezca uno de los mecanismos de garantía de la titularización. Ciertos lotes serán vendidos, lo cual generará los flujos de la titularización, y otros lotes permanecerán en el Fideicomiso AYG como respaldo de la titularización.

- La venta de lotes y membresías, y la recepción de los aportes patrimoniales, permiten generar el derecho de cobro y como consecuencia un importante volumen de flujos, destinado a la presente titularización.
- A la fecha de suscripción del contrato de fideicomiso, el Originador aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el derecho de cobro, esto es el derecho a percibir durante la vigencia de la titularización: La totalidad del precio de venta de los lotes vendidos por el originador a favor de los compradores; la totalidad del precio de venta de las membresías vendidas por el originador a favor de los compradores; y, la totalidad de los aportes patrimoniales que los compradores de membresías, en su calidad de ex socios, hijos de socios y nuevos socios del Club.
- Según la estructuración financiera, el 50% del valor presente de los flujos proyectados ascendió a USD 20,33 millones; del mismo modo, los activos libres de gravamen a octubre de 2019 fueron de USD 23,97 millones. Ambos montos fueron superiores a los USD 15.000.000,00 que el Originador estimaba emitir, estableciendo de esta manera el cumplimiento de lo estipulado en el literal b del numeral 4 del artículo 5, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros. Al 28 de febrero de 2023, el Club presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 52,23 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 41,79 millones, cifra que genera una cobertura de 5,87 veces sobre el saldo de capital de la titularización, de esta manera se puede determinar que la TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- La Titularización contempla 5 mecanismos de garantía: (i) exceso de flujo de fondos, (ii) fondo de reserva, (iii) fondo de garantía, (iv) fianza solidaria, y (v) fideicomiso de garantía. El **Exceso de flujo de fondos** es uno de los mecanismos de garantía, que consiste en que, según los cálculos efectuados por la estructuración financiera, los recursos dinerarios a ser generados por el derecho de cobro durante la vigencia de la titularización, se proyecta que serán superiores a los requeridos por el Fideicomiso para cancelar los pasivos con inversionistas; tienen por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. El **Fondo de reserva** como mecanismo de garantía, consiste en un fondo que se crea con cargo a los recursos dinerarios provenientes de la colocación de los valores; si durante la vigencia de los valores la Fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos del fondo de reserva, dicho fondo deberá ser repuesto a su monto base; tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. El **Fondo de garantía** es otro mecanismo de garantía, consiste en un fondo que se crea con cargo a los flujos que recibirá el Fideicomiso durante la vigencia de la titularización; se integrará y/o repondrá en los siguientes casos: (a) si los flujos recibidos por el Fideicomiso en un trimestre determinado son inferiores a 1,50 veces el monto del dividendo trimestral inmediato posterior de los valores efectivamente colocados, (b) Por mutuo acuerdo recogido por escrito, alcanzado entre el Originador y la Fiduciaria. En los casos anteriores, se integrará inicialmente mediante la segregación y acumulación de la suma 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 durante la vigencia de los valores la Fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos del fondo de garantía, dicho fondo deberá ser repuesto a su monto base; tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. La **Fianza solidaria** es un mecanismo de garantía que consiste en una fianza mercantil otorgada por el Originador a favor de los inversionistas; tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. El **Fideicomiso de garantía** como mecanismo de garantía específica, consiste en el fideicomiso

¹ El Fideicomiso AYG es uno de los mecanismos de garantía de la titularización. Recibirá el aporte del macrolote para que se desarrolle el proceso de desmembración y se establezca el mecanismo de garantía correspondiente.

AYG, el mismo que recibirá el aporte del macrolote a fin de que: (i) se lleve a cabo el proceso de desmembración y división del macrolote, para contar con los lotes; y, (ii) se establezca uno de los mecanismos de garantía de la titularización; dentro de 30 días calendario posteriores a la constitución del Fideicomiso de Titularización, el Originador constituirá el Fideicomiso AYG a favor del Fideicomiso de Titularización, como mecanismo de garantía específica que tendrá como objeto cubrir el monto en circulación de la titularización; tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso.

- Al 28 de febrero de 2023:
 - El Fideicomiso recaudó flujos por un total de USD 22,00 millones y restituyó al Originador USD 14,24 millones.
 - El fondo de reserva se encuentra conformado por un valor de USD 0,68 millones, cumpliendo lo establecido en el contrato y está invertido en el Fondo Vanguardia.
 - No se ha verificado la condición para constituir el fondo de garantía.
 - La fianza solidaria se constituyó en el mismo contrato del Fideicomiso TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, el Originador registra la totalidad de sus activos, USD 121,95 millones, en activos libres de gravamen.
 - El Fideicomiso de garantía se constituyó el 28 de octubre de 2019, dentro del plazo estipulado.
- Con fecha 26 de diciembre de 2019, se inició la colocación de los títulos, determinando que los valores se colocaron en su totalidad (USD 15,00 millones) hasta el 01 de julio de 2020.
- De conformidad con las tablas de amortización, el fideicomiso realizó el pago oportuno del décimo segundo dividendo a los inversionistas, determinando que el saldo de capital pendiente de pago hasta el 28 de febrero de 2023 ascendió a USD 7,12 millones.
- El riesgo de un uso imprudente de los flujos generados es mitigado en buena parte con la suscripción de contratos legales en la titularización.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del Derecho de cobro.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., después de estudiar y analizar los Mecanismos de Garantía contemplados en el presente proceso, determina que la estructura de los mismos es aceptable, y, dado el caso de requerirse, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para los pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo generado por el derecho de cobro sea insuficiente.

Sobre el Originador:

- GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una institución social y deportiva sin fines de lucro, debidamente registrada en el Ministerio del Deporte mediante oficio No. MD-DJAD-20120106-O del 27 de enero de 2012. Es un club social y deportivo, sin fines de lucro, debidamente organizado y facultado para establecer y recibir aportes patrimoniales de los compradores de membresías.
- El club tiene más de 85 años de funcionamiento y se enfoca en brindar a sus socios espacio para el deporte, la vida social y el disfrute de la naturaleza. Su objeto social es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte. Conforme su estatuto, su principal objetivo es fomentar el deporte del golf y cualquier otro que resolviere desarrollar; para cumplir estos fines podrá ejecutar toda clase de actos lícitos, no pudiendo intervenir en asuntos de índole política o religiosa.
- Desde su sede fundacional, pasó a la amplia sede de vía a Daule en 1976 y desde allí da un nuevo salto de innovación con la construcción de su sede Samborondón, que es la materialización de la capacidad del Club para adaptarse a una realidad contemporánea sin perder su esencia y espíritu.
- GUAYAQUIL COUNTRY CLUB reconoce entre sus principales competidores, Tenis Club, Club de La Unión, Salinas Golf & Tenis Club y Salinas Yacht Club. GUAYAQUIL COUNTRY CLUB ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.
- GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no incluye formalmente un Gobierno Corporativo en sus estatutos, sin embargo, cuenta con un sistema de gestión integrado, que incluye sistemas de información y una adecuada

planificación en su organización, los mismos que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

- Para el cierre de 2022 los ingresos presentaron una importante recuperación frente a su similar de 2021 (+168,12%) hasta llegar a USD 5,19 millones, lo que se sustenta con el inicio de operaciones en la nueva sede de Samborondón, el 26 de mayo de 2022, lo cual activó las cuotas de los nuevos socios y la venta en los distintos bares. A febrero de 2023 los ingresos revelan un importante incremento del 365,03% respecto a su similar de 2022 alcanzando una suma de USD 1,19 millones.
- Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada el costo de ventas, generando un margen bruto positivo, no obstante, este no fue suficiente para cubrir sus gastos de operación, lo que generó pérdidas operacionales para todos los periodos analizados.
- Luego de deducir el rubro de gastos financieros², la Institución registró resultados netos negativos, que pasaron del -111,02% de los ingresos en 2021 a -29,52% en 2022; al 28 de febrero de 2023 el resultado neto se ubicó en el -28,80% de los ingresos.
- Es importante señalar que GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una institución social y deportiva sin fines de lucro; sin embargo, para remontar las pérdidas registradas, la Administración del Club con el apoyo de los Socios, continuará trabajando en planes que tengan por objeto captar el ingreso de nuevos socios y atraer el reingreso de Socios que ya han pertenecido a la Institución. También se ha planificado y desarrollado eventos en el Club, que permitan mejorar sus ingresos. Según la administración, tales acciones permitirán en los ejercicios económicos siguientes, generar suficientes ingresos para cubrir los gastos de la operación. En los años 2020 y 2021, el Directorio aprobó algunas resoluciones tendientes a mejorar los ingresos del Club, cuyos resultados se evidencian al cierre de 2022 con un crecimiento del 168,12% en los ingresos y el 365,03% a febrero de 2023.
- El EBITDA (acumulado) del Club, en razón del resultado operativo adverso, se presentó negativo a lo largo de todo el periodo analizado, incluidos los cortes parciales, y, en consecuencia, sin cobertura sobre los gastos financieros.
- A lo largo del periodo analizado, los activos mostraron una clara tendencia creciente, desde USD 108,04 millones en 2021 a USD 118,55 millones en 2022 y USD 121,95 millones en febrero de 2023, como efecto del incremento en inversiones (derechos fiduciarios), generados por la constitución del Fideicomiso AYG, mecanismo de garantía específica de la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; de propiedades y equipos neto, generado principalmente por las construcciones en curso en la nueva sede del Club.
- La estructura de la cartera mejoró, mostrando una recuperación importante, pues la cartera por vencer creció del 80,04% del total de cuentas por cobrar a socios en 2020 a 85,89% en 2022 y 86,88% en febrero de 2023; mientras que la cartera vencida, concentrada en el rango de más de 60 días, decreció del 24,14% en 2020 al 9,69% en 2022 y 8,67% en febrero de 2023.
- El financiamiento del pasivo sobre el activo creció de un 41,78% en diciembre de 2021 a 42,30% en el año 2022 y 44,22% en febrero de 2023, comportamiento que tiene su origen en las variaciones registradas en otras cuentas por pagar, rubro que registra principalmente compra de derechos fiduciarios (a partir de 2020 incluye la titularización), terrenos, obras civiles.
- El patrimonio pasó de financiar el 77,41% de los activos en 2020 a 58,22% de los activos en 2021, 57,70% de los activos en 2022 y 55,78% de los activos en febrero de 2023, fluctuaciones que obedecen al registro de mayores resultados acumulados negativos. Lo anterior determina que la operación de la institución se fondea principalmente con recursos propios, aunque su comportamiento fue descendente.
- El patrimonio institucional del Club corresponde a títulos y membresías pagados y no pagados por los socios e hijos de socios y aporte al fondo perdido acumulado al año anterior, el fondo perdido servirá para compensar las pérdidas acumuladas en todos los ejercicios y no directamente a aumentar el capital social, una vez que haya cubierto las pérdidas acumuladas, este fondo se capitalizará.
- GUAYAQUIL COUNTRY CLUB presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a 1,30 veces a lo largo del periodo analizado, lo que ratifica un eficiente manejo de la liquidez y la presencia de capital de trabajo positivo, que al cierre de 2022 representó el 3,57% de los activos (3,74% en febrero de 2023).
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una participación importante del patrimonio en el financiamiento de la operación del Club, pues registró un apalancamiento inferior a la

² Los estados financieros no registran otros ingresos y egresos.

unidad a lo largo de todo el periodo analizado. Estos indicadores evidencian que el Club privilegia el financiamiento de activos con sus propios recursos.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- El Club podría tener un problema para generar efectivo, pues la cuenta de efectivo y equivalentes de efectivo representó menos del 1% de los activos a lo largo del periodo analizado, con excepción de 2019 cuando alcanzó su máximo con apenas el 1,01%.
- Los escenarios económicos proyectados para el país, al no ser tan favorables, podrían ocasionar escenarios de inestabilidad política, legal, y tributaria, aún inciertos, que podrían afectar a algunos sectores de la economía nacional.
- Un riesgo que podría mermar la calidad del derecho de cobro podría ser, escenarios económicos adversos en los sectores en los que se desenvuelven los potenciales compradores de membresías y lotes, lo que podría mermar su capacidad para acceder a esos bienes, aspecto que repercutiría en la generación de flujos del Club.
- Si la institución no mantiene actualizado el proceso de aprobación de un potencial cliente y del valor de venta a crédito, podría convertirse en un riesgo, pues la cartera generada podría presentar un comportamiento de pago irregular.
- Si la institución no mantiene en buenos niveles la gestión de cobranza y recuperación de cartera, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida y un posible riesgo de incobrabilidad.
- La repotenciación de competidores en el sector o surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza el Club, con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja del Club.
- Desastres naturales podrían ocasionar pérdidas humanas y materiales, afectando eventualmente a los potenciales socios y consecuentemente los resultados del Club.
- Cambios en la legislación tributaria respecto a fideicomisos.
- La pandemia que sufre el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.

ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", es tomada de fuentes varias como:

- Escritura del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", celebrada el 21 de octubre de 2019.
- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, etc.).
- Estados Financieros internos del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", con corte al 31 de diciembre de 2022 y 28 de febrero de 2023.
- Estados Financieros auditados de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, de los años 2019, 2020 y 2021, así como los Estados Financieros internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 28 febrero de 2022, 31 de diciembre de 2022 y 28 de febrero de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Originador.
- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).

- Calidad del Originador (Perfil, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa originadora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del originador y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del Fideicomiso, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante.
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor.
- Estructura administrativa y gerencial.
- Posicionamiento del valor en el mercado.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía originadora y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del Fideicomiso Mercantil “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Titularización

La Asamblea General Extraordinaria de Socios de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, en sesión del 23 de julio de 2019 resolvió por unanimidad, entre otros puntos: Aprobar el proceso de titularización de flujos (Titularización de derechos existentes generados de flujos futuros y/o Titularización de derechos de cobro sobre las ventas futuras esperadas) por un monto de hasta USD 15,00 millones, basado en i) el derecho de cobro proveniente de las ventas de lotes de terreno de propiedad del Club, ubicados en la vía a Daule, provincia del Guayas y ii) el derecho de

cobro proveniente de la venta de membresías y aportes patrimoniales que los nuevos socios están obligados a efectuar a favor del Club.

Mediante escritura pública celebrada el 21 de octubre de 2019 ante la Notaria Cuadragésima Quinta del cantón Guayaquil, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como Originador y Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.), como Agente de Manejo, constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Fideicomiso Mercantil Irrevocable “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”	
Originador / Beneficiario	GUAYAQUIL COUNTRY CLUB
Denominación	Fideicomiso Mercantil Irrevocable “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”.
Valor Nominal Total a emitir	15'000.000,00 en una serie única, Serie A.
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América. El pago a inversionistas se lo hará dentro del Ecuador, en dólares de los Estados Unidos de América, salvo que por alguna norma que entre a regir a futuro, se establezca que los pagos deban hacerse en alguna moneda de curso legal distinta, en cuyo caso el Fideicomiso pagará con dicha moneda.
Amortización Capital	Trimestral.
Pago de Intereses	Trimestral.
Tasa de Interés Fija	8,00% anual.
Plazo	1.800 días.
Fecha de Emisión	Es la fecha en que se realice la primera colocación de los valores.
Denominación	“VTC-GCC”. Los valores son desmaterializados. Valor nominal mínimo de USD 1,00.
Tipo de Oferta	Oferta Pública primaria, a través de una o varias de las Bolsas de Valores del Ecuador y por medio de la Casa de Valores ADVFIN S.A.
Cálculo de Intereses	Base de cálculo de 30/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Estructurador	INTERVALORES Casa de Valores S.A.
Agente Colocador	CASA DE VALORES ADVFIN S.A.
Fiduciaria	Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.)
Activo Titularizado	El Derecho de Cobro constituye el derecho a percibir: (i) la totalidad del precio de venta de los lotes vendidos por el Originador a favor de los compradores, durante la vigencia de la titularización; (ii) la totalidad del precio de venta de las membresías vendidas por el Originador a favor de los compradores, durante la vigencia de la titularización; y, (ii) la totalidad de los aportes patrimoniales que los compradores de las membresías, en su calidad de exsocios, hijos de socios y nuevos socios del Club, se comprometen a efectuar a favor del Club, durante la vigencia de la titularización. Tanto el precio de venta de los lotes y de las membresías, así como los aportes patrimoniales, podrán ser pagados por los compradores de contado o a plazos, según los términos y condiciones acordados con el Originador. Todos los pagos que efectúen los compradores con relación al derecho de cobro, que dan lugar a los flujos, se deberán efectuar de manera directa al Fideicomiso, lo que deberá ser expresamente informado, anticipado e instruido por el Originador a dichos compradores.
Redención Anticipada	Consiste en que una vez producidas una o varias de las causales señaladas en el contrato del Fideicomiso, la Fiduciaria, por cuenta del Fideicomiso: (i) retendrá dentro del Fideicomiso todos los flujos que reciba el Fideicomiso por concepto de recaudo del derecho de cobro, incluyendo los recursos correspondientes al exceso de flujo de fondos; (ii) no restituirá ni ningún dinero al Originador, incluyendo los recursos correspondientes al exceso de flujo de fondos; (iii) procederá con la ejecución de los mecanismos de garantía; y, (iv) destinará la totalidad de los recursos que reciba el Fideicomiso (incluyendo los recursos correspondientes al exceso de flujo de fondos), la totalidad de los recursos existentes en el Fideicomiso, y la totalidad de los recursos producto de la ejecución de los mecanismos de garantía, para abonar o cancelar anticipadamente los valores de la presente titularización.
Mecanismos de Garantía	La Titularización esta respaldada por 5 mecanismos de garantía: (i) exceso de flujo de fondos, (ii) fondo de reserva, (iii) fondo de garantía, (iv) fianza solidaria, y (v) Fideicomiso de garantía AYG.
Destino de los Recursos	100% para el desarrollo de la nueva sede incluyendo todos los trabajos previos, estudios arquitectónicos, movimientos de tierra y demás, para construcción de las canchas deportivas, restaurantes, caballerizas, piscinas, gimnasio, campo del golf, y demás facilidades del Club.
Aportes Patrimoniales	Son los recursos dinerarios que los compradores de Membresías en su calidad de ex Socios, hijos de socios y nuevos socios del Club, se comprometen a entregar a favor del Club, por el monto, por el plazo y en los términos y condiciones definidos por el Club.

Fuente: Contrato de Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating

Amortización de capital y pago de intereses

A continuación, se presenta la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la presente Titularización:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

Serie A				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
26-dic-19				15.000.000,00
26-mar-20	187.500,01	300.000,00	487.500,01	14.812.499,99
26-jun-20	187.500,01	296.250,00	483.750,01	14.624.999,98
26-sep-20	187.500,01	292.500,00	480.000,01	14.437.499,97
26-dic-20	187.500,01	288.750,00	476.250,01	14.249.999,96
26-mar-21	891.000,00	285.000,00	1.176.000,00	13.358.999,96
26-jun-21	891.000,00	267.180,00	1.158.180,00	12.467.999,96
26-sep-21	891.000,00	249.360,00	1.140.360,00	11.576.999,96
26-dic-21	891.000,00	231.540,00	1.122.540,00	10.685.999,96
26-mar-22	891.000,00	213.720,00	1.104.720,00	9.794.999,96
26-jun-22	891.000,00	195.900,00	1.086.900,00	8.903.999,96
26-sep-22	891.000,00	178.080,00	1.069.080,00	8.012.999,96
26-dic-22	891.000,00	160.260,00	1.051.260,00	7.121.999,96
26-mar-23	891.000,00	142.440,00	1.033.440,00	6.230.999,96
26-jun-23	891.000,00	124.620,00	1.015.620,00	5.339.999,96
26-sep-23	891.000,00	106.800,00	997.800,00	4.448.999,96
26-dic-23	891.000,00	88.980,00	979.980,00	3.557.999,96
26-mar-24	889.500,01	71.160,00	960.660,01	2.668.499,95
26-jun-24	889.500,01	53.370,00	942.870,01	1.778.999,94
26-sep-24	889.500,01	35.580,00	925.080,01	889.499,93
26-dic-24	889.499,93	17.790,00	907.289,93	0,00
	15.000.000,00	3.599.279,98	18.599.279,98	

Fuente: Estructuración financiera / Elaboración: Class International Rating S.A.

Estructura Legal

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”

Mediante Escritura Pública, celebrada el 21 de octubre de 2019 ante la Notaria Cuadragésima Quinta del cantón Guayaquil, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB como Originador y Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.), como Agente de Manejo, constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB”, el cual consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria, del Beneficiario, o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

Dicho patrimonio autónomo se integra con los activos, derechos y recursos aportados por el Originador, y posteriormente estará integrado por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del presente Fideicomiso.

El Fideicomiso, el derecho de cobro, los flujos, así como también los activos, derechos y recursos en general de propiedad del Fideicomiso, no pueden ni podrán ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por jueces o tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria, del Beneficiario, o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el contrato de fideicomiso.

Bienes Fideicomitados y Transferencia de Dominio

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB aporta y transfiere al Fideicomiso, de conformidad con el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero Ley de Mercado de Valores, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, lo siguiente:

- La suma de USD 10.000,00, mediante un cheque girado a la orden del Fideicomiso. Dicha suma servirá para integrar inicialmente el Fondo Rotativo. El Originador se reserva el derecho de realizar futuros aportes dinerarios adicionales.
- A la fecha de suscripción del contrato de fideicomiso, el Originador aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el derecho de cobro, esto es el derecho a percibir durante la vigencia de la titularización: La totalidad del precio de venta de los lotes vendidos por el originador a favor de los compradores; la totalidad del precio de venta de las membresías vendidas por el originador a favor de los compradores; y, la totalidad de los aportes patrimoniales que los compradores de membresías, en su calidad de ex socios, hijos de socios y nuevos socios del Club.

El Fideicomiso, el derecho de cobro, los flujos, así como también los activos, derechos y recursos en general de propiedad del Fideicomiso, no pueden ni podrán ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por jueces o tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria, del Beneficiario, o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el contrato de fideicomiso.

Por lo descrito anteriormente, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., conforme la documentación suministrada por el Fiduciario, el Originador y a los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB" y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que existe consistencia en la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho personal de crédito. Además, la legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo que señala el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento a lo estipulado en el literal b, numeral 3 del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y, al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

Instrucciones Fiduciarias

La Fiduciaria como Representante Legal del Fideicomiso Mercantil, cumplirá con las instrucciones fiduciarias estipuladas el contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB"³.

Análisis de la Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB"

Conforme el estado de situación financiera con corte al 28 de febrero de 2023, el Fideicomiso presentó un total de activos por USD 10,50 millones, concentrado totalmente en activos corrientes, cuyo rubro más representativo es cuentas por cobrar al Originador, con una representación del 79,91%, seguido de lejos por inversiones con el 16,74%, el resto de rubros tienen una representación individual inferior al 4%. El pasivo financió el 99,90% de los activos, con un valor de USD 10,49 millones, donde se destaca el rubro valores emitidos, cuyas porciones corriente y no corriente suman el 65,03% de los activos, siendo la porción no corriente la más representativa con el 59,33%; el segundo rubro en importancia es otras cuentas por pagar, con el 25,51%; seguido de cuentas por pagar al Originador, con el 9,35%. El patrimonio se ha mantenido con un valor de USD 10.000,00 desde el inicio del Fideicomiso, correspondientes a aportes patrimoniales, al 28 de febrero de 2023 representó el 0,10% de los activos.

³ 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 por capital e intereses) de conformidad con la tabla de pagos, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados. Para tales efectos, la Fiduciaria tomará la totalidad de los flujos que hayan ingresado al Fideicomiso, durante un trimestre determinado, hasta completar el 100% del total requerido para el pago del dividendo trimestral inmediato posterior (compuesto por capital e intereses) de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados. Con cargo a los recursos provisionados y acumulados, el Fideicomiso pagará los pasivos con inversionistas, de conformidad con lo dispuesto en el contrato. Se aclara expresamente que esta provisión deberá ser repuesta a medida que vaya siendo utilizada para pagar los pasivos con inversionistas. No obstante, se aclara de manera expresa que, si por cualquier motivo, llegado el octogésimo día de un trimestre determinado, no han ingresado flujos suficientes y necesarios a la cuenta del Fideicomiso, ni resulten suficientes los recursos del Fondo de Reserva y del Fondo de Garantía, en ejecución de la fianza solidaria como mecanismo de garantía, el Originador estará en la obligación de proveer al Fideicomiso, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha de la simple solicitud formulada por escrito por la Fiduciaria, la totalidad de los recursos faltantes para que el Fideicomiso pueda cumplir con el pago íntegro, cabal y oportuno del dividendo inmediato posterior a favor de los inversionistas. Luego de haber cumplido con la secuencia de reposiciones, segregaciones, provisiones y acumulaciones señaladas en el contrato, de existir, restituir o entregar al Originador, el remanente de los flujos correspondientes a ese periodo trimestral.

Colocación de los valores y Pago de Dividendos

Con fecha 16 de diciembre de 2019, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó el proceso de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, llevado a cabo a través del Fideicomiso mercantil denominado "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", por la suma de hasta USD 15,00 millones, bajo Resolución No. SCVS-INMV-2019-00038861, siendo inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 17 de diciembre de 2019. Es relevante mencionar que el plazo de la oferta pública de la titularización venció el 16 de septiembre de 2020.

Con fecha 26 de diciembre de 2019, se inició la colocación de los títulos, determinando que los valores se colocaron en su totalidad (USD 15,00 millones) hasta el 01 de julio de 2020.

De conformidad con las tablas de amortización, el fideicomiso realizó el pago oportuno del décimo segundo dividendo a los inversionistas, determinando que el saldo de capital pendiente de pago hasta el 28 de febrero de 2023 ascendió a USD 7,12 millones.

Según lo reportado por la Fiduciaria, al 28 de febrero de 2023 el fideicomiso provisionó el 100% del próximo dividendo con vencimiento el 26 de marzo de 2023.

Situación Actual del Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB"

Desde la conformación del Fideicomiso hasta el 28 de febrero de 2023, el Fideicomiso recaudó un total de USD 22,00 millones, correspondientes a flujos del derecho de cobro; mientras que las restituciones realizadas al Originador ascendieron a USD 14,24 millones, tal como se ilustra en el siguiente cuadro.

CUADRO 3: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES DE FLUJO (USD)

Fecha	Recaudaciones	Restituciones
2019	136.646,91	-
2020	2.234.849,48	1.411.788,49
2021	13.159.915,35	11.591.731,75
2022	5.962.098,24	1.039.549,60
ene-23	155.948,08	-
feb-23	350.390,65	200.000,00
Total	21.999.848,71	14.243.069,84

Fuente: Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. / Elaboración: Class International Rating

Mecanismos de Garantía

- El **Exceso de flujo de fondos** es uno de los mecanismos de garantía, que consiste en que, según los cálculos efectuados por la estructuración financiera, los recursos dinerarios a ser generados por el derecho de cobro durante la vigencia de la titularización, se proyecta que serán superiores a los requeridos por el Fideicomiso para cancelar los pasivos con inversionistas; tienen por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. En dicha situación, la Fiduciaria podrá tomar los recursos excedentarios, a fin de pagar al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata de la inversión en valores.

Conforme las proyecciones presentadas en el informe de estructuración financiera, se considera que los ingresos del fideicomiso producto del recaudo del derecho de cobro, en un escenario pesimista, pueden ser capaces de generar flujos proyectados por USD 50,7 millones aproximadamente, durante el plazo de los valores, siendo requerida por el fideicomiso, para cubrir egresos, la suma proyectada y aproximada de USD 18,6 millones (si la totalidad de los valores efectivamente se colocan entre inversionistas), con lo cual se proyecta un exceso de flujo de fondos de USD 32,1 millones aproximadamente. En todo caso, el estructurador, a través del informe de estructuración financiera, ha determinado y aclarado, y el Originador, por este medio,

aclara, de manera expresa que estas cantidades son proyecciones, que pueden en la práctica estar por encima o por debajo de tales cantidades.

- Al 28 de febrero de 2023, el Fideicomiso recaudó flujos por un total de USD 22,00 millones y restituyó al Originador USD 14,24 millones.
- El **Fondo de reserva** como mecanismo de garantía, consiste en un fondo que se crea con cargo a los recursos dinerarios provenientes de la colocación de los valores. Se integrará inicialmente mediante la segregación y acumulación de la suma de USD 0,04 (cuatro centavos de dólar) por cada valor colocado de USD 1,00 entre inversionistas, si se coloca la totalidad de los valores, ascenderá a la suma de USD 600.000,00; si durante la vigencia de los valores la Fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos del fondo de reserva, dicho fondo deberá ser repuesto a su monto base.

El Fondo de reserva tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. En dicha situación, la Fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde el fondo de reserva (inicial o repuesto) lo permita, a fin de pagar al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata de la inversión en valores. Adicionalmente, en este caso, el fondo de reserva deberá ser repuesto de conformidad con lo señalado anteriormente.

Si durante la vigencia de los valores, la fiduciaria ha tenido que acudir a los mecanismos de garantía y, si luego de ello, aún existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El fondo de reserva, debidamente integrado y repuesto, permanecerá dentro del Fideicomiso hasta cuando: (i) deba ser utilizado según lo dispuesto en el contrato, o (ii) tenga que ser restituido al Originador, debido a que no fue necesario utilizarlo, al haberse cancelado todos los pasivos con inversionistas.

- Al 28 de febrero de 2023, el fondo de reserva se encuentra conformado por un valor de USD 0,68 millones, conforme lo establecido en el contrato y está invertido en el Fondo Vanguardia.
- El **Fondo de garantía** es otro mecanismo de garantía, consiste en un fondo que se crea con cargo a los flujos que recibirá el Fideicomiso durante la vigencia de la titularización. De conformidad con lo dispuesto en el informe de estructuración financiera, el fondo de garantía se integrará y/o repondrá en los siguientes casos: (a) si los flujos recibidos por el Fideicomiso en un trimestre determinado, son inferiores a 1,50 veces el monto del dividendo trimestral inmediato posterior de los valores efectivamente colocados entre inversionistas; (b) por mutuo acuerdo recogido por escrito, alcanzado entre el Originador y la Fiduciaria; en los casos antes mencionados, el fondo de garantía se integrará inicialmente mediante la segregación y acumulación de la suma de USD 262.472 con cargo a los flujos recibidos por el Fideicomiso y en aplicación del tercer grado de prelación, según lo establecido en el Fideicomiso.

Si durante la vigencia de los valores la Fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos del fondo de garantía, dicho fondo deberá ser repuesto a su monto base. El fondo de garantía tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso.

En dicha situación, la Fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde el fondo de garantía (inicial o repuesto) lo permita, a fin de pagar al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata de la inversión en valores. Adicionalmente, en este caso, el fondo de garantía deberá ser repuesto de conformidad con lo señalado anteriormente.

Si, durante la vigencia de los valores, la Fiduciaria ha tenido que acudir a los mecanismos de garantía y, si luego de ello, aún existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El fondo de garantía, debidamente integrado y repuesto, permanecerá dentro del Fideicomiso hasta cuando deba ser utilizado según lo dispuesto en el contrato, o tenga que ser restituido al Originador, debido a que no fue necesario utilizarlo, al haberse cancelado todos los pasivos con inversionistas.

- El informe de Rendición de cuentas menciona que no se ha verificado la condición para constituir el fondo de garantía.
- La **Fianza solidaria** es un mecanismo de garantía que consiste en una fianza mercantil otorgada por el Originador, en el mismo contrato del Fideicomiso, a favor de los inversionistas; tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. De producirse esta situación, el Originador se compromete de manera solidaria, a pagar dichos pasivos con inversionistas. Esta fianza mercantil se somete a las disposiciones de la fianza mercantil establecidas en el Código de Comercio Ecuatoriano.

En caso de que se tenga que acudir a este mecanismo de garantía, el Originador y la Fiduciaria acuerdan desde ya, que el Fideicomiso continuará su vigencia: (a) receptando los flujos; (b) aplicando el orden de prelación; y, (c) pagando los pasivos con inversionistas de la siguiente manera: (c.1) intereses de mora, de ser el caso; (c.2) intereses correspondientes a la tasa de interés; y (c.3) amortización de capital.

Si por cualquier motivo, llegado el octogésimo día de un trimestre determinado, no han ingresado flujos suficientes y necesarios a la cuenta del Fideicomiso, ni resulten suficientes los recursos del Fondo de Reserva y del Fondo de Garantía, que permitan cumplir con la provisión y acumulación y por ende no permitan pagar íntegra, cabal y oportunamente el dividendo inmediato posterior a favor de ellos inversionistas, en ese caso, el Originador estará en la obligación de proveer al Fideicomiso, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha de la simple solicitud formulada por escrito por la Fiduciaria, la totalidad de los recursos faltantes para que el Fideicomiso pueda cumplir con el pago íntegro, cabal y oportuno del dividendo inmediato posterior a favor de los inversionistas.

- La fianza solidaria se constituyó dentro del contrato del Fideicomiso de Titularización. Al 28 de febrero de 2023, el Originador registra la totalidad de sus activos, USD 121,95 millones, en activos libres de gravamen.
- El **Fideicomiso de garantía** como mecanismo de garantía específica, consiste en el fideicomiso AYG, el mismo es un Fideicomiso de Administración y Garantía, que recibirá el aporte del macrolote a fin de que: (i) se lleve a cabo el proceso de desmembración y división del macrolote, para contar con los lotes; y, (ii) se establezca uno de los mecanismos de garantía de la titularización; dentro de 30 días calendario posteriores a la constitución del Fideicomiso de Titularización, el Originador constituirá el Fideicomiso AYG a favor del Fideicomiso de Titularización, como mecanismo de garantía específica que tendrá como objeto cubrir el monto en circulación de la titularización.

Ciertos lotes serán vendidos a compradores de lotes, con lo cual se generarán los flujos de la titularización, y otros lotes permanecerán en el Fideicomiso AYG como respaldo de la titularización.

El fideicomiso AYG tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, según lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso. De producirse esta situación, se ejecutará el Fideicomiso AYG.

En caso de que resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados, segregados y generados, conforme lo dispuesto en el contrato, la Fiduciaria ejecutará los mecanismos de garantía. De producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los flujos, y una vez ejecutados los mecanismos de garantía, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

Situación del Fideicomiso AYG al 28 de febrero de 2023.

Con fecha 28 de octubre de 2019, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaría Cuadragésima Quinta del Cantón Guayaquil, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, conjuntamente con Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.), suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Administración y Garantía denominado "FIDEICOMISO AYG".

CUADRO 4: CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL FIDEICOMISO AYG

"FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN Y GARANTÍA AYG"	
Constituyente	GUAYAQUIL COUNTRY CLUB
Beneficiario de la Garantía	FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB
Beneficiario del Remanente	GUAYAQUIL COUNTRY CLUB
Fiduciaria	Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (hoy Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.)
Bienes fideicomitados	GUAYAQUIL COUNTRY CLUB aporta y transfiere al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable, sin reserva ni limitación alguna, lo siguiente: <ul style="list-style-type: none"> La suma de USD 5.000,00, mediante un cheque girado a la orden del Fideicomiso. Dicha suma servirá para integrar inicialmente el Fondo Rotativo. El Macrolote, que comprende 2 inmuebles contiguos que suman un total de 154 hectáreas. El patrimonio autónomo se integra con el macrolote y los recursos aportados por el constituyente, y posteriormente estará integrado por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del presente fideicomiso.
Macrolote	Es el conjunto de dos inmuebles contiguos que suman un total de 154 hectáreas de propiedad del Constituyente que se encuentran ubicados en el Km 23 de la vía Guayaquil Durán, parroquia Pascuales, cantón Guayaquil, provincia del Guayas

Fuente: Contrato de Fideicomiso AYG / Elaboración: Class International Rating

Al 28 de febrero de 2023, el Fideicomiso AYG registró un total de USD 26,71 millones en activos, compuesto principalmente por pagarés de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB en un 42,41% (USD 11,32 millones), en el activo corriente, y por terrenos en un 57,59% (USD 15,38 millones), en el activo no corriente. El pasivo prácticamente no tuvo representación y el patrimonio estuvo conformado por aportes patrimoniales, en efectivo y en especies, con una representación prácticamente del 100,00% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta el Fideicomiso Mercantil "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB", los cuales son aceptables y dado el caso de requerirse de los mismos, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para determinados pagos de los valores emitidos. Es importante señalar que los mecanismos de garantía cubren el índice de desviación en más de 1,5 veces, que exige la normativa.

Cobertura sobre el índice de desviación:

Según lo exigido por la normativa, los mecanismos de garantía deberán cubrir 1,5 veces el valor de la desviación, esto es USD 134.653 en el escenario moderado. No obstante, el Originador, con el objeto de dar una mayor seguridad a los inversionistas, ha determinado 5 mecanismos de garantía. Con 3 de ellos, cuantificables en flujo, se otorga una cobertura superior a 27 veces la desviación en todos los escenarios.

CUADRO 5: COBERTURA ÍNDICE DESVIACIÓN DE LOS 3 MECANISMOS CUANTIFICABLES EN FLUJO⁴ (USD)

Escenario	Promedio Trimestral	Índice de Desviación	Cobertura Promedio	Probabilidad
Moderado	2.548.939,04	3,52%	27,68	65%
Pesimista	2.459.170,49	3,52%	27,66	10%

⁴ Exceso de Flujo de Fondos, Fondo de Reserva y Fondo de Garantía.

Optimista	2.638.707,58	3,52%	27,71	25%
-----------	--------------	-------	-------	-----

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En lo relativo al Fideicomiso AYG, la estructuración financiera señala que cumple con y excede a lo dispuesto en la normativa vigente, en cuanto a que constituye un “mecanismo de garantía específica que cubre el monto en circulación de la emisión”, es decir el 100% del monto de la Titularización. A continuación, se presentan los resultados considerando la garantía específica del Fideicomiso AYG.

CUADRO 6: COBERTURA ÍNDICE DESVIACIÓN DEL FIDEICOMISO AYG (USD)

Escenario	Promedio Trimestral	Índice de Desviación	Cobertura Promedio	Probabilidad
Moderado	2.548.939,04	3,52%	127,92	65%
Pesimista	2.459.170,49	3,52%	131,56	10%
Optimista	2.638.707,58	3,52%	124,54	25%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se puede observar, para el escenario moderado, la cobertura de los mecanismos de garantía, Exceso de flujos, Fondo de Reserva y Fondo de Garantía, sobre el índice de desviación y sobre el 1,5 del índice de desviación. Cabe señalar que al incluir el Fideicomiso AYG, la cobertura es superior.

CUADRO 7: COBERTURA ÍNDICE DESVIACIÓN ESCENARIO MODERADO (USD)

Trim.	Ingresos	Gastos	Flujos Netos	Dividendo (K+I)	Exceso de Flujos	Fondo de Reserva	Fondo de Garantía	Desviación	Cobertura Desviación	Cobertura 1,5 Desviación
1	906.638	10.000	896.638	487.500	409.138	600.000	276.267	89.769	14,32	9,55
2	2.122.130	10.000	2.112.130	483.750	1.628.380	600.000	276.267	89.769	27,90	18,60
3	2.910.368	10.000	2.900.368	480.000	2.420.368	600.000	276.267	89.769	36,72	24,48
4	3.358.851	10.000	3.348.851	476.250	2.872.601	600.000	276.267	89.769	41,76	27,84
5	3.546.375	10.000	3.536.375	1.176.000	2.360.375	600.000	276.267	89.769	36,06	24,04
6	3.543.029	10.000	3.533.029	1.158.180	2.374.849	600.000	276.267	89.769	36,22	24,14
7	3.410.197	10.000	3.400.197	1.140.360	2.259.837	600.000	276.267	89.769	34,94	23,29
8	3.200.559	10.000	3.190.559	1.122.540	2.068.019	600.000	276.267	89.769	32,80	21,87
9	2.958.089	10.000	2.948.089	1.104.720	1.843.369	600.000	276.267	89.769	30,30	20,20
10	2.718.056	10.000	2.708.056	1.086.900	1.621.156	600.000	276.267	89.769	27,82	18,55
11	2.507.024	10.000	2.497.024	1.069.080	1.427.944	600.000	276.267	89.769	25,67	17,11
12	2.342.851	10.000	2.332.851	1.051.260	1.281.591	600.000	276.267	89.769	24,04	16,03
13	2.234.691	10.000	2.224.691	1.033.440	1.191.251	600.000	276.267	89.769	23,03	15,35
14	2.182.993	10.000	2.172.993	1.015.620	1.157.373	600.000	276.267	89.769	22,65	15,10
15	2.179.500	10.000	2.169.500	997.800	1.171.700	600.000	276.267	89.769	22,81	15,21
16	2.207.249	10.000	2.197.249	979.980	1.217.269	600.000	276.267	89.769	23,32	15,55
17	2.240.573	10.000	2.230.573	960.660	1.269.913	600.000	276.267	89.769	23,91	15,94
18	2.245.101	10.000	2.235.101	942.870	1.292.231	600.000	276.267	89.769	24,16	16,10
19	2.177.755	10.000	2.167.755	925.080	1.242.675	600.000	276.267	89.769	23,60	15,74
20	1.986.752	10.000	1.976.752	907.290	1.069.462	600.000	276.267	89.769	21,67	14,45
TOTAL	50.978.781		50.778.781	18.599.280				PROMEDIO	27,68	18,46

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

Asamblea

La Asamblea consiste en la reunión de los inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un inversionista. La primera Asamblea, con el carácter de ordinaria, se convocará dentro de los 90 días posteriores a la fecha de emisión. Al efecto, la Fiduciaria realizará una convocatoria para conocer y resolver sobre (i) la designación de tres miembros para que integren el Comité de Vigilancia, y (ii) la asignación de funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del Comité de Vigilancia a los miembros integrantes de dicho Comité de Vigilancia.

Con posterioridad a esta primera, la Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Comité de Vigilancia, de inversionistas que representen más del 50% de la totalidad del monto de valores en circulación, o de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. En estos tres últimos casos, la decisión de convocatoria deberá canalizarse a través de la Fiduciaria.

Para efectos de las convocatorias, la Fiduciaria realizará una publicación a través de la página web de la Fiduciaria, con por lo menos 8 días calendario de anticipación a la fecha señalada en la convocatoria, señalando además, la hora, el lugar y el orden del día a tratarse.

El Presidente del Comité de Vigilancia actuará como Presidente de la Asamblea. La Fiduciaria siempre actuará como Secretario de la Asamblea. Todas las deliberaciones y decisiones de la Asamblea quedarán recogidas por escrito en actas suscritas por Presidente y Secretario.

La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar y/o remover a los miembros integrantes del Comité de Vigilancia.
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria y/o por el Comité de Vigilancia.
- Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para la Asamblea en el Fideicomiso.
- Conocer y resolver sobre cualquier propuesta de reforma Fideicomiso, cuando no haya sido aprobada en primera instancia por el Comité de Vigilancia.
- Conocer y resolver sobre la sustitución de la Fiduciaria.
- En general todos los asuntos que le corresponda conocer y resolver por disposición legal o reglamentaria.

La Fiduciaria convocó a Asamblea de inversionistas en 3 oportunidades (marzo, mayo y junio de 2020). En todas ellas la Asamblea no se pudo instalar por falta de quórum.

Con fecha 19 de octubre de 2021 se instaló la Asamblea de inversionistas, con un punto único, que no contemplaba la conformación del Comité de Vigilancia. Hasta el 28 de febrero de 2023, no ha vuelto a reunirse la Asamblea de Inversionistas.

Comité de Vigilancia

El Comité de Vigilancia estará compuesto por 3 miembros designados por la Asamblea. Los integrantes del Comité de Vigilancia deberán ser inversionistas o sus representantes debidamente autorizados. Los integrantes del Comité de Vigilancia asumirán las funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del mismo Comité de Vigilancia, conforme la asignación que efectúe la Asamblea. La Fiduciaria informará a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros sobre los nombres, domicilios, hojas de vida y demás datos relevantes sobre las personas designadas como miembros integrantes del Comité de Vigilancia y las funciones a ellos asignadas.

Constituyen obligaciones del Comité de Vigilancia:

- Vigilar e informar a los inversionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, sobre el cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y contractuales aplicables al Fideicomiso y/o a la Titularización. Los casos de incumplimiento deberán ser informados a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, como hechos relevantes, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha en que el Comité de Vigilancia los haya detectado.
- Informar a la Asamblea, previo a la terminación y liquidación del Fideicomiso, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.

Constituyen atribuciones del Comité de Vigilancia:

- Comprobar que la Fiduciaria cumpla en la administración del Fideicomiso y de la Titularización, con lo dispuesto en las normas legales y reglamentarias.
- Solicitar a la Fiduciaria que efectúe convocatorias a Asambleas extraordinarias, en los casos en que considere oportuno.
- Conocer y resolver en primera instancia sobre cualquier propuesta de reforma al Fideicomiso.

- Conocer anualmente la siguiente información, respecto del ejercicio económico inmediato anterior: (a) Estados Financieros y Estados de Resultados del Fideicomiso; (b) Informe de la Auditora Externa; (c) Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos; y, (d) Rendición de cuentas de la Fiduciaria.
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Calificadora de Riesgos o por principios de alternabilidad, o por disposiciones normativas que sean aplicables, resolver sobre: (i) la terminación del contrato de servicios de actualización de calificación de riesgos con la Calificadora de Riesgos, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Calificadora de Riesgos.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Fiduciaria, resolver sobre: (i) la sustitución de la Fiduciaria, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de fiduciaria. Esta constituye una facultad que puede ser ejercida alternativamente por la Asamblea y por el Comité de Vigilancia.
- Adoptar todas las decisiones que sean necesarias a efectos de facilitar el cumplimiento del objeto y de la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización, siempre que tales decisiones no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización.
- Velar por la ejecución de las decisiones adoptadas e instrucciones impartidas por la Asamblea.
- Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para el Comité de Vigilancia en el Fideicomiso.

La Fiduciaria convocó a Asamblea de inversionistas en 3 oportunidades, la misma que no se pudo instalar por falta de quórum; posteriormente, con fecha 19 de octubre de 2021 se instaló la Asamblea de inversionistas, con un punto único, que no contemplaba la conformación del Comité de Vigilancia y en consecuencia no ha designado a los miembros del Comité de Vigilancia.

Punto de Equilibrio

A efectos de atender la exigencia normativa de la determinación de un punto de equilibrio, se lo fija de la siguiente manera:

- *En lo legal*: la obtención de la autorización de oferta pública de la titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y la inscripción del Fideicomiso y de los valores en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.
- *En lo financiero*: la colocación del primer valor, cualquiera éste sea; y,
- *En el plazo*: que la colocación del primer valor, cualquiera 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: (i) 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; (ii) restituirá o entregará al Originador los bienes, derechos y recursos remanentes del Fideicomiso, de existir; y, (iii) una vez cumplido lo anterior, liquidará el Fideicomiso en los términos y condiciones señalados en el contrato del Fideicomiso.

En caso de que sí se alcance el punto de equilibrio en los términos y condiciones antes señalados, la Fiduciaria procederá con lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso.

El punto de equilibrio fue alcanzado con la colocación del primer valor, dentro del plazo máximo de oferta pública.

Experiencia del Administrador Fiduciario

Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., es una compañía legalmente constituida mediante escritura pública otorgada el 21 de febrero de 2017, ante el Notario Trigésimo del cantón Quito, debidamente inscrita en el Registro Mercantil el 7 de abril de 2017, bajo el nombre de Fiduciaria de las

Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. Su permiso de funcionamiento fue aprobado mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00020135, dictada el 01 de septiembre de 2017, e inscrita en el Registro Mercantil de Quito, el 07 de septiembre de 2017.

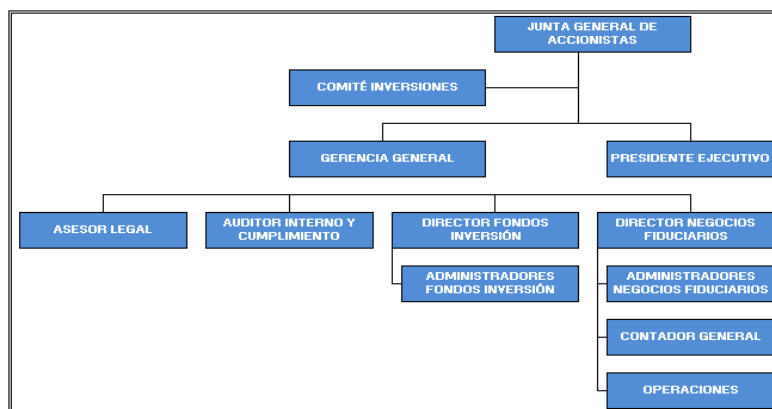
Adoptó su actual denominación mediante escritura pública del 22 de enero de 2020, celebrada ante la Notaria Septuagésima Primera del cantón Quito, en cumplimiento de la resolución unánime del 100% del capital social de la compañía, en la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., del 22 de enero de 2020. Lo que conllevó la reforma al estatuto social de la compañía. Acto que fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, mediante resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2020.00001420 del 31 de enero de 2020, e inscrito en el Registro Mercantil del cantón Quito el 02 de julio de 2020.

La compañía tiene una duración de ochenta años contados a partir de la fecha de inscripción en el Registro Mercantil, hasta abril de 2097.

El capital social de Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (antes Fiduciaria de las Américas FIDUAMÉRICAS Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.) al 28 de febrero de 2023, asciende a USD 2.000.000,00, con la siguiente composición accionaria: GRUPO SUR ATLÁNTIDA, S.L.U (99,9999%) y Juan Francisco Andrade Dueñas (0,0001%). El valor nominal de cada acción es de USD 1,00.

La estructura organizacional de Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. es flexible, de manera que permite crear equipos interdisciplinarios para los diferentes negocios, mismos que fusionan a profesionales con la mejor formación académica de varias especialidades y vasta experiencia en el negocio fiduciario, que colaboran entre sí.

GRÁFICO 1: ORGANIGRAMA DE FIDUTLAN



Fuente: Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. / Elaboración: Class International Rating

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el literal c, numeral 3 del Artículo 10, del Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

Calidad del Activo Subyacente

El activo generador de derechos económicos está constituido por los recursos dinerarios provenientes de:

- La totalidad del precio de venta de las membresías y de los 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; y de,
- La totalidad del precio de venta de los lotes ubicados en el km. 22 de la vía Guayaquil – Daule, parroquia Pascuales, cantón Guayaquil.

Estos ingresos le otorgan al Originador el consecuente derecho de cobro, esto es el derecho a percibir la totalidad de los flujos correspondientes de la venta de membresías, los concomitantes aportes patrimoniales, y la venta de lotes de terrenos, al contado y/o crédito; los cuales deben ser pagados por los compradores, a favor del Originador.

Si bien, el Originador hace la gestión de cobranza, los cheques o transferencias de los valores producto de las ventas, deberán ser girados a la orden del Fideicomiso y depositados o acreditados en la cuenta del Fideicomiso en un plazo máximo de 24 horas.

Como se mencionó anteriormente, para el análisis histórico se tomó una serie de datos compuesta por 36 observaciones mensuales de la venta de membresías y aportes patrimoniales, que comprenden el periodo septiembre 2016 agosto 2019. No existe registro histórico de 36 meses de venta de terrenos, ya que previo al desarrollo de la nueva sede, los terrenos del Club no se encontraban disponibles para la venta.

El valor de la membresía corresponde a USD 200, mientras que la mayor parte del valor pagado por los exsocios, hijos de socios, y nuevos socios se debe al aporte patrimonial exigido por el Directorio. El aporte patrimonial ha presentado un incremento constante desde el inicio de la serie, debido a que GUAYAQUIL COUNTRY CLUB realiza incrementos en base a hitos del proyecto de construcción de la nueva sede. Inicialmente, el valor era USD 6.800 para nuevos socios, mientras que previo a la emisión de los valores alcanza los USD 11.800.

Como se detalló anteriormente, los flujos han sido variables; producto de las distintas campañas de marketing realizadas por el Club. Inicialmente se ofreció un valor de aporte patrimonial menor, con el fin de atraer a exsocios, luego se realizaron campañas para atraer a los inversionistas “de oportunidad”.

Las proyecciones realizadas comprenden distintos niveles en número de nuevos socios basados principalmente en el plan de marketing por hitos que maneja el Club estratégicamente, y en un contrato con la promotora del proyecto inmobiliario que se desarrollará en las áreas circundantes a la nueva sede de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Adicionalmente, las proyecciones contemplan un incremento en el valor del aporte patrimonial que va de la mano con el avance de construcción de la nueva sede.

Respecto al flujo proveniente de la venta de lotes, se considera la cobranza de los terrenos vendidos hasta el momento, y la venta futura de los terrenos basados en las condiciones de mercado actuales.

Al 28 de febrero de 2023, el Fideicomiso recaudó USD 22,00 millones, de flujos derivados del derecho de cobro.

Metodología de Cálculo para el Índice de Desviación

Este proceso de titularización de flujos, se analizan 2 eventos. El primer evento consiste en la aplicación de la normativa en relación a la determinación de un índice de desviación, el mismo que se calculará, al menos, sobre la base de la desviación estándar de los flujos generados durante los últimos treinta y seis meses históricos. Adicionalmente con el fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros, se realizará un análisis de sensibilidad que se estimará en tres escenarios: pesimista, moderado y optimista, para cada escenario se calculará la probabilidad de ocurrencia y se determinará el respectivo índice de desviación. Sobre la base de los índices de desviación en cada uno de los tres escenarios antes mencionados, se calculará el índice de desviación promedio ponderado.

El segundo evento consiste en el cálculo de un segundo índice de desviación, el cual considerará el desenvolvimiento económico y financiero proyectado de acuerdo a los estudios de estructuración. Por lo que el mencionado índice se determinará sobre las estimaciones de ventas de MEMBRESÍAS y sus concomitantes APORTES PATRIMONIALES considerando los avances de obra de la nueva sede, y la venta de LOTES.

El índice de desviación calculado en base al promedio de flujos trimestrales históricos (primer evento), determina que históricamente los ingresos por la venta de membresías con sus respectivos aportes patrimoniales de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB han sido variables. El valor de la membresía corresponde a USD 200, mientras que la mayor parte del valor pagado por los exsocios, hijos de socios, y nuevos socios, se debe al aporte patrimonial exigido por el Directorio. Al momento el aporte patrimonial alcanza los USD 11.800.

Con el fin de buscar un modelo cuyos residuos tengan el mínimo valor y una distribución normal, inicialmente se buscó utilizar la serie directamente, revisando la “memoria” de los rezagos desde 1 hasta 8 utilizando el software STATA; sin embargo, ninguno de los modelos fue satisfactorio en la prueba de ruido blanco (Test de Portmanteau). Con lo que se confirmó que no se trata de una serie estacionaria.

En una segunda instancia, se realizó el “detrending” de la serie hasta en 5 polinomios. De esta manera sí se pudieron trabajar los datos, ya que sus errores sí son “ruido blanco”. Dos modelos de tendencia 4 y 5 fueron los más precisos al momento de estimar los valores de la serie. Basado en el indicador R-squared se analizaron estos modelos de 4 y 5 grados. Se procedió a realizar las pruebas de normalidad de los residuos y se comprobó que se trata en ambos casos de residuos ruido blanco con una distribución normal y media cero. Por razones de simplicidad se prefirió trabajar con el polinomio de grado 4.

De acuerdo al histograma, el rango establecido para la primera clase, cola izquierda de distribución, tiene una probabilidad de ocurrencia del 8,33%, mientras que el otro extremo (cola derecha) tiene una posibilidad de ocurrencia del 2,78%; por lo que el tercer escenario tendría una posibilidad de ocurrencia del 88,89%. Una vez calculadas las probabilidades para los 3 escenarios, se obtienen los valores en base a la tabla de distribución normal, y se multiplica cada desviación por su probabilidad. Finalmente, se suman las ponderaciones y se obtiene la desviación de 184.177,82.

Para la determinación del índice de desviación conforme al segundo evento, la estructuración financiera consideró el desenvolvimiento financiero y económico proyectado de acuerdo a los estudios de estructuración y se procedió a determinar el índice de desviación. Es importante aclarar que, para las proyecciones de los próximos 5 años, se consideraron dos factores que distan de la serie histórica, que generarán un “punto de quiebre” en la data:

- El avance de obra de la sede Samborondón, para el que se destinarán los recursos de la presente titularización, generan dos efectos principales en ventas de membresías y sus correspondientes aportes patrimoniales:
 - a. Incremento en número de nuevos socios; sean estos exsocios hijos de socios o nuevos socios. Esto se sustenta, además, en un contrato con la promotora del proyecto inmobiliario que se desarrollará en las áreas circundantes al Club, que deberá vender una membresía y realizar el correspondiente aporte patrimonial por cada terreno vendido, ubicado frente al campo de golf.
 - b. Incremento en el valor del aporte patrimonial.
- Venta de lotes del km. 22 de la vía Daule. Hasta el momento se ha realizado la preventa de 20 hectáreas aproximadamente, cuyos flujos formarán parte del Fideicomiso.

Al igual que en el primer evento, debido a que no se trata de una serie estacionaria, se procedió con el “detrending” hasta el polinomio grado 5. Todos los coeficientes de la regresión grado 4 fueron significativos, y se comprobó que sus residuos se tratan de “ruido blanco”. Se ponderó la probabilidad de acuerdo a las colas de la distribución y se obtuvo la desviación.

El índice de desviación promedio ponderado, de conformidad con la norma es de 3,5218%, calculado sobre el promedio de flujos trimestrales a recibirse durante el plazo de la emisión. Esta desviación obedece al comportamiento futuro de las condiciones de mercado, por ello, ésta será la única desviación utilizada para los escenarios pesimista, optimista y moderado.

Análisis de Escenarios

Del análisis de sensibilidad en los diferentes escenarios se concluye que el patrimonio autónomo tiene excelente capacidad de generar flujos futuros para responder en todos los escenarios planteados.

Como ya se mencionó, la estructuración financiera realizó un análisis de sensibilidad que se estima en tres escenarios: pesimista, moderado y optimista. Para cada escenario calculó la probabilidad de ocurrencia y determinó el respectivo índice de desviación, sobre cuya base, en cada uno de los escenarios, calculó el índice de desviación promedio ponderado.

CUADRO 8: ESCENARIO MODERADO (USD)

Trim.	Ingresos	Gastos	Flujos Netos	Dividendo (K+I)	Exceso de Flujos	Fondo de Reserva	Fondo de Garantía	Desviación	Cobertura Flujos	Fideicomiso AYG	
										Valor	Cobertura
1	906.638	10.000	896.638	487.500	409.138	600.000	276.267	89.769	14,32	15.000.000	181,42
2	2.122.130	10.000	2.112.130	483.750	1.628.380	600.000	276.267	89.769	27,90	14.812.500	192,91
3	2.910.368	10.000	2.900.368	480.000	2.420.368	600.000	276.267	89.769	36,72	14.625.000	199,64
4	3.358.851	10.000	3.348.851	476.250	2.872.601	600.000	276.267	89.769	41,76	14.437.500	202,59
5	3.546.375	10.000	3.536.375	1.176.000	2.360.375	600.000	276.267	89.769	36,06	14.250.000	194,80
6	3.543.029	10.000	3.533.029	1.158.180	2.374.849	600.000	276.267	89.769	36,22	13.359.000	185,03
7	3.410.197	10.000	3.400.197	1.140.360	2.259.837	600.000	276.267	89.769	34,94	12.468.000	173,83
8	3.200.559	10.000	3.190.559	1.122.540	2.068.019	600.000	276.267	89.769	32,80	11.577.000	161,76
9	2.958.089	10.000	2.948.089	1.104.720	1.843.369	600.000	276.267	89.769	30,30	10.686.000	149,34
10	2.718.056	10.000	2.708.056	1.086.900	1.621.156	600.000	276.267	89.769	27,82	9.795.000	136,93
11	2.507.024	10.000	2.497.024	1.069.080	1.427.944	600.000	276.267	89.769	25,67	8.904.000	124,86
12	2.342.851	10.000	2.332.851	1.051.260	1.281.591	600.000	276.267	89.769	24,04	8.013.000	113,30
13	2.234.691	10.000	2.224.691	1.033.440	1.191.251	600.000	276.267	89.769	23,03	7.122.000	102,37
14	2.182.993	10.000	2.172.993	1.015.620	1.157.373	600.000	276.267	89.769	22,65	6.231.000	92,07
15	2.179.500	10.000	2.169.500	997.800	1.171.700	600.000	276.267	89.769	22,81	5.340.000	82,30
16	2.207.249	10.000	2.197.249	979.980	1.217.269	600.000	276.267	89.769	23,32	4.449.000	72,88
17	2.240.573	10.000	2.230.573	960.660	1.269.913	600.000	276.267	89.769	23,91	3.558.000	63,54
18	2.245.101	10.000	2.235.101	942.870	1.292.231	600.000	276.267	89.769	24,16	2.668.500	53,88
19	2.177.755	10.000	2.167.755	925.080	1.242.675	600.000	276.267	89.769	23,60	1.779.000	43,42
20	1.986.752	10.000	1.976.752	907.290	1.069.462	600.000	276.267	89.769	21,67	889.500	31,58
TOTAL	50.978.781		50.778.781	18.599.280				PROMEDIO	27,68		127,92

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

CUADRO 9: ESCENARIO PESIMISTA (USD)

Trim.	Ingresos	Gastos	Flujos Netos	Dividendo (K+I)	Exceso de Flujos	Fondo de Reserva	Fondo de Garantía	Desviación	Cobertura Flujos	Fideicomiso AYG	
										Valor	Cobertura
1	816.869	10.000	806.869	487.500	319.369	600.000	276.267	86.607	13,81	15.000.000	187,00
2	2.032.361	10.000	2.022.361	483.750	1.538.611	600.000	276.267	86.607	27,88	14.812.500	198,91
3	2.820.599	10.000	2.810.599	480.000	2.330.599	600.000	276.267	86.607	37,03	14.625.000	205,89
4	3.269.082	10.000	3.259.082	476.250	2.782.832	600.000	276.267	86.607	42,25	14.437.500	208,95
5	3.456.606	10.000	3.446.606	1.176.000	2.270.606	600.000	276.267	86.607	36,34	14.250.000	200,87
6	3.453.260	10.000	3.443.260	1.158.180	2.285.080	600.000	276.267	86.607	36,50	13.359.000	190,75
7	3.320.428	10.000	3.310.428	1.140.360	2.170.068	600.000	276.267	86.607	35,17	12.468.000	179,13
8	3.110.790	10.000	3.100.790	1.122.540	1.978.250	600.000	276.267	86.607	32,96	11.577.000	166,63
9	2.868.320	10.000	2.858.320	1.104.720	1.753.600	600.000	276.267	86.607	30,37	10.686.000	153,75
10	2.628.287	10.000	2.618.287	1.086.900	1.531.387	600.000	276.267	86.607	27,80	9.795.000	140,90
11	2.417.255	10.000	2.407.255	1.069.080	1.338.175	600.000	276.267	86.607	25,57	8.904.000	128,38
12	2.253.082	10.000	2.243.082	1.051.260	1.191.822	600.000	276.267	86.607	23,88	8.013.000	116,40
13	2.144.922	10.000	2.134.922	1.033.440	1.101.482	600.000	276.267	86.607	22,84	7.122.000	105,07
14	2.093.224	10.000	2.083.224	1.015.620	1.067.604	600.000	276.267	86.607	22,44	6.231.000	94,39
15	2.089.731	10.000	2.079.731	997.800	1.081.931	600.000	276.267	86.607	22,61	5.340.000	84,27
16	2.117.480	10.000	2.107.480	979.980	1.127.500	600.000	276.267	86.607	23,14	4.449.000	74,51
17	2.150.804	10.000	2.140.804	960.660	1.180.144	600.000	276.267	86.607	23,74	3.558.000	64,83
18	2.155.332	10.000	2.145.332	942.870	1.202.462	600.000	276.267	86.607	24,00	2.668.500	54,81
19	2.087.986	10.000	2.077.986	925.080	1.152.906	600.000	276.267	86.607	23,43	1.779.000	43,97
20	1.896.983	10.000	1.886.983	907.290	979.693	600.000	276.267	86.607	21,43	889.500	31,70
TOTAL	49.183.410		48.983.401	18.599.280				PROMEDIO	27,66		131,56

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

CUADRO 10: ESCENARIO OPTIMISTA (USD)

Trim.	Ingresos	Gastos	Flujos Netos	Dividendo (K+I)	Exceso de Flujos	Fondo de Reserva	Fondo de Garantía	Desviación	Cobertura Flujos	Fideicomiso AYG	
										Valor	Cobertura
1	996.406	10.000	986.406	487.500	498.906	600.000	276.267	92.930	14,80	15.000.000	176,21
2	2.211.899	10.000	2.201.899	483.750	1.718.149	600.000	276.267	92.930	27,92	14.812.500	187,31
3	3.000.137	10.000	2.990.137	480.000	2.510.137	600.000	276.267	92.930	36,44	14.625.000	193,82
4	3.448.620	10.000	3.438.620	476.250	2.962.370	600.000	276.267	92.930	41,31	14.437.500	196,67
5	3.636.144	10.000	3.626.144	1.176.000	2.450.144	600.000	276.267	92.930	35,79	14.250.000	189,14
6	3.632.798	10.000	3.622.798	1.158.180	2.464.618	600.000	276.267	92.930	35,95	13.359.000	179,70
7	3.499.966	10.000	3.489.966	1.140.360	2.349.606	600.000	276.267	92.930	34,71	12.468.000	168,88
8	3.290.328	10.000	3.280.328	1.122.540	2.157.788	600.000	276.267	92.930	32,65	11.577.000	157,23
9	3.047.858	10.000	3.037.858	1.104.720	1.933.138	600.000	276.267	92.930	30,23	10.686.000	145,22
10	2.807.825	10.000	2.797.825	1.086.900	1.710.925	600.000	276.267	92.930	27,84	9.795.000	133,24
11	2.596.793	10.000	2.586.793	1.069.080	1.517.713	600.000	276.267	92.930	25,76	8.904.000	121,58
12	2.432.620	10.000	2.422.620	1.051.260	1.371.360	600.000	276.267	92.930	24,19	8.013.000	110,41
13	2.324.460	10.000	2.314.460	1.033.440	1.281.020	600.000	276.267	92.930	23,21	7.122.000	99,85
14	2.272.762	10.000	2.262.762	1.015.620	1.247.142	600.000	276.267	92.930	22,85	6.231.000	89,90
15	2.269.269	10.000	2.259.269	997.800	1.261.469	600.000	276.267	92.930	23,00	5.340.000	80,47
16	2.297.018	10.000	2.287.018	979.980	1.307.038	600.000	276.267	92.930	23,49	4.449.000	71,37
17	2.330.342	10.000	2.320.342	960.660	1.359.682	600.000	276.267	92.930	24,06	3.558.000	62,35
18	2.334.870	10.000	2.324.870	942.870	1.382.000	600.000	276.267	92.930	24,30	2.668.500	53,02
19	2.267.524	10.000	2.257.524	925.080	1.332.444	600.000	276.267	92.930	23,77	1.779.000	42,91
20	2.076.521	10.000	2.066.521	907.290	1.159.231	600.000	276.267	92.930	21,90	889.500	31,48
TOTAL	52.774.152		52.574.152	18.599.280				PROMEDIO	27,71		124,54

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

Luego del análisis y estudio realizado a la capacidad del derecho de cobro sobre ventas futuras esperadas para generar flujos, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el derecho de cobro tiene una adecuada aptitud para generar flujos, dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los flujos esperados, así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado, por lo tanto, el derecho de cobro brindaría flujos suficientes para cubrir en forma adecuada todos los pagos que deba afrontar el fideicomiso, tanto para amortizar la deuda de capital e intereses, realizar provisiones para pagos, así como con el resto de obligaciones, de acuerdo con los términos y condiciones presentados en el contrato de fideicomiso y en las proyecciones que constan en la estructura financiera de la presente emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en el literal a, numeral 3 del Artículo 10, del Sección II, Capítulo II, Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

Monto Máximo de la Emisión:

Los flujos netos provenientes de la recaudación de los derechos de cobro producto de las ventas realizadas por el Originador, a partir de diciembre de 2019, en el escenario moderado ascenderían a USD 50,78 millones, que traídos a valor presente a una tasa de descuento del 9,26% (superior a la Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento productivo corporativo a octubre de 2019), representarían USD 40,65 millones.

Acorde a lo indicado en la normativa, el Club podría emitir hasta el 50% de dicho valor presente, con lo cual el monto máximo de emisión es USD 20,33 millones. Por lo que, se puede inferir que los flujos titularizados cubrirían con suficiente holgura una emisión por USD 15,00 millones.

Adicionalmente, los activos libres de gravamen de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB ascendieron a USD 23,97 millones al 31 de octubre de 2019, por lo que su cupo de titularización de flujos que se espera que existan, alcanza los USD 19,18 millones, monto superior al valor a titularizar.

CUADRO 11: MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN INICIAL. Octubre 2019 (USD)

Descripción	Valor
Flujos netos escenario moderado	50.778.781
Tasa de descuento a octubre de 2019	9,26%
Valor presente	40.650.714

50% del Valor presente y Monto Máximo	20.325.357
Activos libres de gravamen a octubre de 2019	23.972.082
80% del Valor presente y Monto Máximo	19.177.666
Monto a titularizar	15.000.000

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La determinación del monto máximo de la titularización, con base en los activos libres de gravamen del originador, debe mantenerse hasta la total redención de los valores provenientes de procesos de titularización, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que, al 28 de febrero de 2023, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB alcanzó un total de activos de USD 121,95 millones, de los cuales la totalidad son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 12: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN. Febrero 2023 (USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	1.096.280	0,90%
Exigibles	8.845.500	7,25%
Realizables	410.972	0,34%
Propiedad Planta y Equipo	39.880.046	32,70%
Otros activos	71.715.592	58,81%
TOTAL	121.948.389	100,00%

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la titularización de la empresa, con rubros financieros cortados al 28 de febrero de 2023, suscrita por el representante legal del Originador, esté dando cumplimiento a lo que estipula el literal b, numeral 4, Artículo 5, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto de la emisión no podrá exceder del 80% de la garantía real constituida, o de los activos libres de gravamen del originador; para este último caso deberá aplicarse la siguiente metodología: Al total de activos del Originador deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el originador haya actuado como constituyente del fideicomiso; los derechos fiduciarios del originador provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el originador y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el originador en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de los valores provenientes de procesos de titularización, respecto del monto de los valores en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que el Club, con fecha 28 de febrero de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 52,23 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 41,79 millones, cifra que genera una cobertura de 5,87 veces sobre el saldo de capital de la titularización, de esta manera se puede determinar que la TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 13: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (Febrero 2023)

Descripción	USD
Total Activos	121.948.389
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	-

(-) Activos Gravados	-
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁵	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁶	15.860.000
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	27.788.647
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁷	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁸	26.066.945
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	52.232.797
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Titularización	41.786.238
Saldo de capital TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB	7.122.000
Total Activos Deducidos / Saldo Titularización (veces)	7,33
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Titularización (veces)	5,87

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la titularización de cartera está dando cumplimiento a lo establecido en el literal b, numeral 4, Artículo 5, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 28 de febrero de 2023, el club no ha otorgado garantías, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 121,95 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 28 de febrero de 2023 el 5,23% del 200% del patrimonio y el 10,47% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto en la normativa.

CUADRO 14: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO. Febrero 2023

Descripción	USD
Patrimonio	68.028.856
200% del Patrimonio (USD)	136.057.713
Saldo de capital Titularización	7.122.000
Valores emitidos / 200% del Patrimonio	5,23%
Valores emitidos / Patrimonio	10,47%

Fuente: GCCL/ Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio del conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un 120% el monto excedido, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la titularización está dando cumplimiento a lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

Estudios sobre el Patrimonio y la estructura

Las titularizaciones son procesos mediante los cuales se emiten títulos valores susceptibles de ser negociados y colocados en el mercado de valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que deberá pagar las obligaciones financieras a los inversionistas en las condiciones acordadas. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un instrumento, ni una garantía de pago, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación de su riesgo involucrado.

5 Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

6 Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

7 Para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

8 Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el emisor y el originador presentan información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadoradora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. si los estados financieros, el derecho de cobro transferido y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicometido y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, los mismos que tienen una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos.

Para la calificación de los valores producto de un proceso de titularización, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. considera necesario evaluar una serie de factores que incluyen: la calidad del activo subyacente, la seguridad de los flujos de caja esperados, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, los mismos que guardan razonablemente consistencia, debiendo destacarse la adecuada estructura del administrador fiduciario para manejar estos procesos.

En base a estos temas CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. busca establecer la probabilidad de que los inversionistas reciban a tiempo el pago de capital e intereses según lo establecido en el contrato de fideicomiso, así como la cobertura de los Mecanismos de Garantía establecidos. De esta forma, se determina que la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son aceptables para darle liquidez a la titularización, en caso de requerir. El contrato de fideicomiso resguarda el uso y manejo adecuado de los recursos, y le da seguridad legal a la titularización, mientras que la constitución de un Comité de Vigilancia aporta al seguimiento del desempeño operativo y financiero del fideicomiso.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024⁹. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 3,1% en el 2023 y un 2,8% en 2024¹⁰. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas¹¹.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios¹³.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3%

⁹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.ashx>

¹⁰ <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/c7292ee84f0635b28721419e3b367d0e-0350012023/related/GEP-January-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

¹¹ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

¹² Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024¹⁴.

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral¹⁵.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a febrero de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 15: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (ene 2023)	50,77%	Inflación mensual (feb 2023)	0,02%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-feb 2023	USD 266,57 (Superávit)	Inflación anual (feb 2023)	2,90%
Reservas Internacionales (millones USD 06-abr-2023)	8.013,91	Inflación acumulada (feb 2023)	0,14%
Riesgo país (12 de abr 2023) ¹⁶	1.933 puntos	Remesas (millones USD) año 2022	4.743,54
Precio Barril Petróleo WTI (USD 12 abr 2023)	83,26	Tasa de Desempleo urbano (feb 2023)	5,2%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. En el año 2022, las industrias que alcanzaron el mayor crecimiento fueron: alojamiento y servicios de comida, acuicultura y pesca de camarón, y correo y comunicaciones¹⁷. Por su parte, en el cuarto trimestre del 2022 el PIB creció en 4,3% en relación al cuarto trimestre de 2021 (t/t-4) y registró una variación de 2,3% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Estos resultados implican una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el cuarto trimestre de 2022 en la industria de petróleo y minas (+16,4% en comparación a su similar de 2021), seguida de la industria de correo y telecomunicaciones (+15,9% respecto al cuarto trimestre de 2021), enseñanza y servicios sociales y de salud (+12,6% respecto a su similar de 2021), y, alojamiento y servicios de comida (+12,3% en relación al cuarto trimestre de 2021 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento de la formación bruta de capital fijo, consumo final de los hogares y el gasto del gobierno¹⁸.

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones¹⁹.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

¹⁴ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

¹⁵ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022

¹⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

¹⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIVT_2022.pdf

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

El **Riesgo País** registró 1.933 puntos al 12 de abril de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés²⁰.

La coyuntura política actual define una marcada tendencia creciente en el indicador de riesgo país. Esto se relaciona en gran medida con los resultados del referéndum del 05 de febrero de 2023, que prácticamente representaron una derrota para el gobierno, además del escándalo que enfrenta el gobierno por presunta corrupción, que sumado a la presión de la función legislativa por un probable juicio político, y los problemas de seguridad y narcotráfico que enfrenta el país, desencadena una percepción inestabilidad política y poca gobernabilidad en Ecuador por parte de los inversionistas²¹.

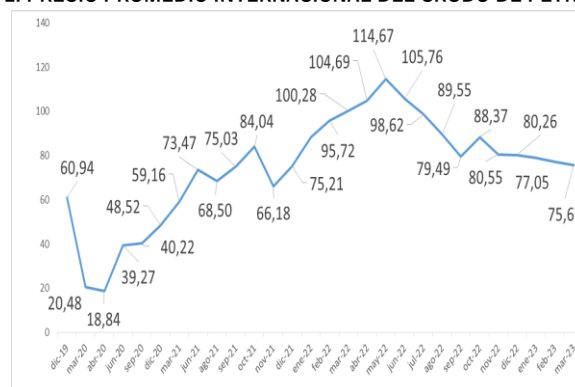
Para febrero de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 4.593,44 millones, monto superior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 4.518,77 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, y bienes de capital. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para febrero de 2023 alcanzaron USD 4.860,01 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 5.122,48 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta febrero de 2023 arrojaron una suma de USD 3.570,66 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 1.289,35 millones.

Hasta febrero de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 266,57 millones, USD 337,14 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 603,71 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 163,19 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 103,38 millones²².

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en marzo de 2023 cierra en USD 75,67 por barril (USD 83,26 por barril al 12 de abril de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²³ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²⁴.

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

²⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/riesgo-pais-de-ecuador-sobrepasa-los-1800-puntos-y-sigue-imparable-por-amenazas-de-juicio-politico-al-presidente-y-de-movilizacion-nota/>

²² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMonthly/m2053/IEM-322-e.xlsx>

²³ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-año-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²⁴ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

En febrero de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 12,48 millones de barriles, lo que representa 6,86% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,41 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 10,07 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁵.

El petróleo es el principal rubro de exportación del país, representa alrededor del 30% del total de exportaciones. La economía podría recibir entre USD 4.500 y USD 8.000 millones por el alza del precio del petróleo, dependiendo de la variación del precio promedio del año 2022, en relación al promedio de 2021 que fue de USD 62 por barril. Sin embargo, se debe considerar el aumento de los costos de importación de combustibles, pues incrementará el subsidio en el sector al mantener los precios internos congelados (salvo la gasolina súper). Dicho subsidio alcanzó los USD 4.000 millones en 2014, y en 2021 fue cerca de USD 1.200 millones²⁶.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta marzo de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 4.510,83 millones, es decir existió un incremento de 1,02% respecto al mismo período de 2022 (USD 4.465,18 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta marzo de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 2.112,48 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 1.348,60 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 278,74 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 216,96 millones²⁷.

La **inflación mensual** en febrero de 2023 registró una variación de 0,02%, mientras que la variación **anual** fue de 2,90% y la **acumulada** fue de 0,14%. Para febrero de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 4 agrupaciones que ponderan el 30,56% presentaron porcentajes positivos, siendo Transporte; Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes; y, Bienes y servicios diversos, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 8 agrupaciones que en conjunto ponderan el 69,44% se registraron resultados negativos, siendo Prendas de vestir y calzado; y, Restaurantes y hoteles, las de mayor variación²⁸.

En referencia al **salario nominal promedio**, para febrero de 2023, se fijó en USD 524,83²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 475,47 para febrero 2023³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en febrero de 2023, se ubicó en USD 767,11³¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 109,50% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023³².

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 4,2% en el año 2019³³ a 3,2% en 2022 y 3,9% en febrero de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁴ pasó de 38,3% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 32,9% en febrero de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 18,2% a 19,4% en ese mismo orden y 21,6% a febrero de 2023.³⁵

A junio 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 10,7% (a junio de 2021 se registraron tasas del 32,2% y 14,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 16,7% y en el área rural alcanzó el 42,9% (a junio 2021 fue del 24,2% y 49,2% respectivamente). Por su parte, la medida de

²⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>, <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023193.pdf>

²⁶ <https://www.usfq.edu.ec/es/revistas/koyuntura-express/koyuntura-express-no-31>

²⁷ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>; <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/Inf202302.pdf>

²⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>,

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202302.pdf>

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Febrero/BoletC3%ADn_t%C3%A9cnico_02-2023-IPC.pdf

³² <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

³³ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2021/Anual-2021/BoletC3%ADn%20t%C3%A9cnico%20anual%20enero-diciembre%202021.pdf>

³⁴ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁵ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Febrero/202302_Mercado_Laboral.pdf

desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁶, se ubicó en 0,453 a junio del 2022 (0,493 en junio de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en junio de 2022 se ubicó en USD 87,6 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 49,4 mensuales per cápita (a junio de 2021 USD 84,7 y USD 47,7 respectivamente)³⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 6,97% para abril de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,04%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,07%³⁸. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para febrero de 2023 alcanzó la suma de USD 75.331,2 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.945,2 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 18.878,3 millones³⁹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.598 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía⁴⁰.

Para marzo de 2023, la cartera de crédito alcanzó la cifra de USD 39.394 millones, lo que representa un incremento de 12,8% frente a su similar período de 2022 (USD 4.483 millones más). Los bancos juegan un papel fundamental en el país porque, a través de la colocación de crédito, generan un impulso en el crecimiento de las actividades productivas de Ecuador. De esta manera, del total de la cartera crediticia a marzo de 2022, el 60% (USD 23.516 millones) está destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 40% a los créditos de consumo (USD 15.878 millones).

Pese al buen desempeño de la cartera de crédito en 2022, en 2023 podría darse una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior⁴¹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el año de 2022 totalizó USD 4.743,54 millones, cifra superior en 8,73% en comparación al año 2021 (USD 4.362,63 millones), comportamiento que se atribuye principalmente a la recuperación económica de los Estados Unidos de América (EUA)⁴².

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el cuarto trimestre de 2022 fueron de -USD 76,08 millones; monto inferior en un importante 172,75% al registrado en su similar periodo en el 2021, en donde alcanzó USD 104,58 millones, este rubro negativo indica que no se concretó la llegada de dinero al país, situación que denota que la inseguridad, inestabilidad política y riesgo país alto influyen al momento de decidir desembolsar o no el dinero⁴³; mientras que para todo el año 2022⁴⁴ el flujo fue de USD 788,06 millones (+21,75% en comparación al 2021). La mayor parte de la IED en 2022 se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas; agricultura, silvicultura, caza y pesca; y, comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Uruguay, China, España, Estados Unidos, México, Holanda, entre otros⁴⁵.

³⁶ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/Empleo/PobrezJun2022.pdf>

³⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202302.pdf>

⁴⁰ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴¹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2022anual.pdf>

⁴³ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/inversion-extranjera-concretarse-cuarto-trimestre-ano-pasado-157054.html>

⁴⁴ Para el segundo trimestre de 2022, la mayor parte de los nuevos flujos de Inversión Directa (ID) ingresaron bajo la modalidad de acciones y participaciones de capital. Por la naturaleza de este tipo de operaciones, el registro en Balanza de Pagos incluye un incremento en la ID (categoría acciones y participaciones de capital) y una reducción en la Inversión de Cartera (cancelación de un pasivo externo).

⁴⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx

Para enero de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.689,55 millones, cifra superior a la reportada en enero de 2022, cuando fue de USD 45.805,17 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para enero de 2023 fue de USD 13.170,54 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.272,47 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,77% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para marzo de 2023 totalizaron USD 8.189,69 millones (USD 8.013,91 millones al 06 de abril de 2023)⁴⁷. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁸ constituidas alcanzaron USD 1.712 millones al 22 de febrero de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.452 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 260 millones⁴⁹.

La **calificación de deuda** para abril de 2023⁵⁰ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"⁵¹. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa "altamente especulativa".

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una institución social y deportiva sin fines de lucro, debidamente registrada en el Ministerio del Deporte mediante oficio No. MD-DJAD-20120106-O del 27 de enero de 2012. Es un club social y deportivo, sin fines de lucro, debidamente organizado y facultado para establecer y recibir aportes patrimoniales de los compradores de membresías.

El club tiene más de 85 años de funcionamiento y se enfoca en brindar a sus socios espacio para el deporte, la vida social y el disfrute de la naturaleza. Su objeto social es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte. Conforme su estatuto, su principal objetivo es fomentar el deporte del golf y cualquier otro que resolviere desarrollar; para cumplir estos fines podrá ejecutar toda clase de actos lícitos, no pudiendo intervenir en asuntos de índole política o religiosa.

Desde su sede fundacional, pasó a la amplia sede de vía a Daule en 1976 y desde allí da un nuevo salto de innovación con la construcción de su sede Samborondón, que es la materialización de la capacidad del Club para adaptarse a una realidad contemporánea sin perder su esencia y espíritu. El master plan de la sede Samborondón del Country Club fue desarrollado por las empresas norteamericanas EDSA y Robert Trent Jones Jr. para el campo del golf. El diseño transformará las 111 hectáreas de terreno en un complejo urbanístico integral que conjuga el club de 65 hectáreas y un proyecto inmobiliario de alto nivel que Promotora LFG desarrollará en las 46 hectáreas circundantes.

⁴⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?id=12540>

⁴⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁸ La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.

⁴⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Mar23.pdf

⁵⁰ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

⁵¹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

En su nueva sede, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB incorporará nuevos gustos, actividades y deportes. La sede Samborondón reflejará la evolución de la ciudad, su gente, el Club y sus socios. Su arquitectura será amplia, campestre y amigable. Respetará el ecosistema en que se edificará, lo que asegurará aire puro y fresco de los árboles nativos que pueblan el terreno.

Será un club digital; el ingreso, uso y reservación de canchas, restaurantes y otras facilidades se hará electrónicamente, brindando así comodidad a los socios y además conservando el medio ambiente. El nuevo Country Club tendrá 5 comunidades: Country Classic, Country Team, Country Fit, Country Blacksheep, Country Social.

Facilidades Ofertadas por GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Golf. La sede Samborondón contará con un campo Signature de la firma Robert Trent Jones Jr., líder mundial en el diseño de campos de Golf. Sus 18 hoyos par 72, en 51 hectáreas, estarán a la altura de las exigencias de la PGA, brindando una experiencia de clase mundial y el espacio ideal para que se forjen los grandes golfistas del futuro.

Equitación. El club continuará la tradición campestre que lo ha distinguido como uno de los mejores clubes de equitación del país. Habrá 3 canchas profesionales para salto, adiestramiento y vaulting, con su paddock de entrenamiento, caballerizas y facilidades veterinarias que incluyen una piscina de rehabilitación para el bienestar de todos los caballos de sus socios.

Deportes. Se construirán canchas para fútbol, tenis, beach tenis y padel tenis, y una piscina semiolímpica exclusiva para practicar natación. Las escuelas de alto rendimiento prepararán y desarrollarán a los atletas y equipos que representen al Club para dominar la alta competencia. Las canchas contarán con graderías y la infraestructura necesaria para los torneos nacionales e internacionales de los que el Club sea anfitrión.

La sede Samborondón tendrá un gimnasio equipado con las mejores máquinas y equipos para los socios a los que les gusta entrenar. Además, contará con una pista de 2,6 kilómetros para correr y un deck al aire libre para la práctica de yoga y actividades afines, y 700 metros frente al río.

El club tendrá la primera laguna para practicar wakeboard con cable del país; y un skatepark para patines, patinetas y bicicletas.

Esporcimiento. La nueva sede del Country Club además contará con bares al aire libre junto a las canchas, cafeterías, restaurantes, parrilla, un sportsbar y un restaurante gourmet con una cava abierta para sus socios.

El desarrollo de los servicios ofertados por GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, no demanda investigación e innovación tecnológica; ésta es desarrollada por los diseñadores de las instalaciones y proveedores de los equipos especializados. La entidad brinda especial atención a los cambios estructurales en el gusto de los consumidores y a la generación de productos complementarios y/o sustitutos.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El Club no tiene personería jurídica societaria, es una entidad sin fines de lucro cuya principal actividad es de clubes deportivos de profesionales, semiprofesionales o aficionados de deportes, que ofrecen a sus miembros la oportunidad de participar en actividades deportivas diversas.

El patrimonio institucional (capital social) del Club corresponde a títulos y membresías pagados y no pagados por los socios e hijos de socios y aporte al fondo perdido acumulado al año anterior; por lo tanto, al cierre de cada ejercicio, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, podría presentar un valor de capital diferente. Es así que el patrimonio institucional pasó de USD 8,56 millones en 2019 a USD 17,69 millones en 2022 y USD 17,90 millones en febrero de 2023⁵².

⁵² Al 28 de febrero de 2023, los estados financieros internos del Club registran un valor de USD 1'996.306,44 como capital pagado. La administración informó que dicho capital pagado fue receiptado mediante membresías ante aperturas en ventas anteriores.

El aporte al fondo perdido forma parte del patrimonio institucional, sirve para compensar las pérdidas acumuladas en todos los ejercicios y no directamente para aumentar el capital social, una vez que se hayan cubierto dichas pérdidas, los aportes al fondo perdido se capitalizarán.

Al 28 de febrero de 2023, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con más de dos mil socios. Conforme el Estatuto del Club, la calidad de socio es personal, intransferible por acto entre vivos e intransmisible por causa de muerte, al igual que **los aportes patrimoniales a fondo perdido** que entreguen los socios al Club, los cuales **constituyen donaciones irrevocables y no generan derecho ni expectativa alguna**.

La administración del GUAYAQUIL COUNTRY CLUB corresponde a la Asamblea General de Socios, al Directorio y a las Comisiones Especiales, de conformidad con las disposiciones del Estatuto. Habrá además una Junta Calificadora con las atribuciones y deberes señalados en el estatuto.

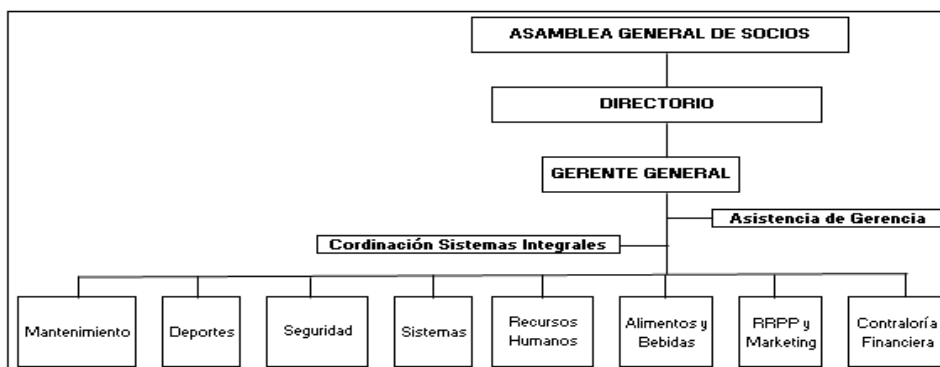
La Asamblea General de Socios del Club es la autoridad máxima de la institución. Estará integrada por todos los socios activos, jubilados y honorarios, con derecho a voz y voto, que se encuentren al día en sus obligaciones con el club.

El Directorio estará integrado por el Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero, Síndico y seis Vocales, todos los cuales, a la fecha de elección o de su nombramiento interino, requieren haber tenido la calidad de socios activos por más de 5 años, con excepción de los dos primeros, quienes deberán haber tenido esa calidad por lo menos durante 12 años. En lo posible cada vocal deberá tener una participación activa en una comisión interna del Club.

La Junta Calificadora será la encargada de calificar a las personas propuestas para socios, así como de decidir, conjuntamente con el Directorio, la exclusión de cualquier socio merecedor de tal sanción. La integran en calidad de miembros natos los socios que hayan ejercido la Presidencia de la República, los ex presidentes del Club y los Socios Honorarios. La integran también 30 socios activos o jubilados elegidos por la Asamblea General, por un periodo de 2 años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

La organización del Club procura la adecuada estructura financiera, de procesos, mercadeo, entre otras, bajo las directrices de la Asamblea General de Socios y del Directorio. La estructura de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA DEL CLUB



Fuente y Elaboración: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB

Parte de la positiva trayectoria de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB se debe a la aptitud y visión que ha caracterizado a quienes se encuentran al frente de las principales áreas, quienes han favorecido al crecimiento y fortalecimiento de la organización. A continuación, se presenta un detalle de los miembros del Directorio y la plana gerencial.

Cabe mencionar que el comportamiento de los órganos administrativos es estable, pues los principales

directivos se han mantenido en sus cargos.

CUADROS 16 y 17: DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL

DIRECTORIO		PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	Carlos Miranda Illingworth	Presidente	Carlos Miranda Illingworth
Vocal por Golf	Carlos Rafael Miranda Illingworth	Gerente General	Francisco Vintimilla Carrión
Vocal por Golf	Carlos Eduardo García Fuentes		
Vocal por Hípica	Gabriela María Casto Jalil		
Vocal por Tenis y otras actividades deportivas	Rafaela Antonio Roca Moreno		
Vocal por actividades sociales o culturales	Victor Andrés Carrera del Río Licht		

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no incluye formalmente un Gobierno Corporativo en sus estatutos, sin embargo, cuenta con un sistema de gestión integrado, que incluye sistemas de información y una adecuada planificación en su organización, los mismos que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con principios que determinan el ambiente propicio para una relación coordinada y productiva entre el Club y los socios, y entre socios, otorgando la debida consideración a todos los socios. La entidad monitorea el cumplimiento de estrategias planteadas y mantiene políticas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros.

Empleados

Al 28 de febrero de 2023, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB contó con 207 colaboradores, los mismos que se encuentran distribuidos en las distintas áreas de la organización. Los colaboradores se concentran en un 71,50% en las áreas de Administración y A&B. El 94,69% de empleados cuenta con un contrato indefinido, y la diferencia del 5,31% con contrato por obra cierta.

El personal que la labora en la institución es altamente calificado. El Club cuenta con procedimientos adecuados para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

Adicionalmente, es importante señalar que dentro del Club no se han establecido sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar su normal desempeño. GUAYAQUIL COUNTRY CLUB mantiene una buena relación con sus colaboradores.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

De acuerdo a la información reportada, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no registra compañías vinculadas a su operación.

Otros Aspectos de la Empresa

Clientes

Como ya se mencionó, el objeto social de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte. Conforme su estatuto, su principal objetivo es fomentar el deporte del golf y cualquier otro que resolviera desarrollar.

La cartera de clientes de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB está constituida por los socios del Club. Al 28 de febrero de 2023 el Club cuenta con más de dos mil socios. De los socios provienen los ingresos por membresías, aportes patrimoniales, consumos, uso de las instalaciones y venta de lotes, principalmente.

La estructura de la cartera mejoró, mostrando una recuperación importante, pues la cartera por vencer creció del 80,04% del total de cuentas por cobrar a socios en 2020 a 85,89% en 2022 y 86,88% en febrero de 2023; mientras que la cartera vencida, concentrada en el rango de más de 60 días, decreció del 24,14% en 2020 al 9,69% en 2022 y 8,67% en febrero de 2023. A continuación, un detalle.

CUADRO 18: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

CARTERA	2019	2020	2021	2022	feb-23
Por vencer	94,87%	80,04%	82,55%	85,89%	86,88%
Vencida de 1 a 30 días	2,64%	2,91%	2,98%	3,19%	3,25%
Vencida de 31 a 60 días	1,52%	2,41%	2,58%	1,22%	1,20%
Más de 60 días	10,06%	24,14%	11,89%	9,69%	8,67%
Anticipos	-9,08%	-9,51%	0,00%	0,00%	0,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

La cartera presenta una atomización adecuada, característica que mitiga el riesgo por concentración, lo que se evidencia en el bajo porcentaje de participación que ostentan sus principales socios⁵³.

Política de Financiamiento

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB financia sus activos principalmente con patrimonio, aunque con una tendencia decreciente, desde el 77,41% en 2020 hasta el 57,70% en 2022 y 55,78% en febrero de 2023.

Históricamente la deuda financiera no fue relevante en el financiamiento de los activos del Club; sin embargo, creció desde prácticamente el 0% en 2018 hasta el 0,42% en 2021.

Políticas de Inversiones

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB planifica su desarrollo en función de estrategias. El principal activo del Club es el rubro inversiones no corrientes, que contiene principalmente derechos fiduciarios. Al 31 de diciembre de 2021, inversiones no corrientes incluye principalmente las acciones de Boardwalk Logistics Corp, por inversión en un complejo industrial y logístico, a más de derechos fiduciarios correspondientes a: Fideicomiso AYG; un Lote de terreno de 91 hectáreas, ubicado en el Sector "La Barranca" en el Cantón Samborondón; y, la Titularización GUAYAQUIL COUNTRY CLUB.

Conforme indican los estados de flujo de caja, desde 2019 hasta 2022, el Club ha realizado adiciones a su activo fijo neto por un total de USD 66,24 millones, aspecto que habla de la importante inversión que realiza el Club en sus instalaciones y sus proyectos específicos.

⁵³ Conforme detalle remitido por el Club.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una organización privada sin fines de lucro, regida por sus estatutos y las leyes ecuatorianas, debidamente registrada en el Ministerio del Deporte mediante oficio No. MD-DJAD-20120106-O del 27 de enero de 2012. Se encuentra sujeta a la regulación de organismos de control como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Ministerio del Deporte, entre otros, a más de las ordenanzas municipales y leyes específicas como defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

Responsabilidad Social

El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no reporta un programa de responsabilidad social específico; sin embargo, el desarrollo de su actividad implica un aporte importante para el bienestar de los socios y sus familias. Según declara el plan estratégico del Club, su misión es: “Fomentar la práctica deportiva, creando espacios familiares y sociales provocando un intercambio cultural, fortaleciendo el bienestar integral de nuestros socios para que puedan vivir experiencias inolvidables y memorables”.

Riesgo Legal

Según lo reportado por la administración, al 28 de febrero de 2023 el Club no mantiene procesos legales activos en su contra. Conforme la información obtenida en la página institucional del Consejo de la Judicatura, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no reporta causas vigentes como demandado ni como demandante.

Liquidez de los títulos

Con fecha 26 de diciembre de 2019, se inició la colocación de los títulos, determinando que los valores se colocaron en su totalidad (USD 15,00 millones) hasta el 01 de julio de 2020.

Al 28 de febrero de 2023, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB reporta como única participación en el Mercado de Valores, la referida a la titularización objeto del presente estudio técnico.

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Según lo que informan las Bolsas de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el semestre septiembre 2022 - febrero 2023, para los valores de la TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB; por lo que el indicador fue igual a 0,00% en todo el semestre.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

Los meses de enero y febrero de 2023 dentro del giro del negocio se perciben como temporada baja, debido a la temporada de playa.

Situación del Sector

Conforme a su objeto social, el sector en el que desarrolla sus actividades el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte.

Por el lado de la oferta, el desarrollo del deporte, propiciado en las instalaciones de clubes sociales y deportivos, se caracteriza por amplios espacios de terreno, asociados al goce de la naturaleza, con variedad en la oferta de opciones para hacer deporte y utilizar servicios complementarios, generalmente los socios se ubican estratos económicos y sociales medio alto y alto. Los espacios de los clubes sociales y deportivos son privados, por lo tanto, aportan a la tranquilidad y seguridad de sus socios.

GUAYAQUIL COUNTRY CLUB reconoce a su competencia directa en los clubes: Tenis Club, Club de La Unión, Salinas Golf & Tenis Club y Salinas Yacht Club; otros clubes son: La Costa, Puerto Lucía, Biblos, Yatch de Puerto Azul, Bankers. Por el lado de la demanda, los socios de un club tienden a pertenecer simultáneamente a más de uno, el Salinas Yacht Club es el más presente en la mayoría de los casos, combinado con el Tenis Club y/o el Club de La Unión.

Buena parte de los ingresos del Club corresponde a la compra, venta y permuta de bienes raíces, específicamente referida a la venta de lotes de terreno a través del Fideicomiso AYG. A este respecto, según estudio de APIVE publicado en su página institucional⁵⁴, en el año 2022 el sector inmobiliario ecuatoriano se ha encontrado en un dificultoso camino por mantener la reactivación interanual del 18% con la que cerró 2021. Entre las variables se destacan incrementos de precios de insumos importados, descontento social, escasa liquidez disponible de los hogares luego de una reforma tributaria con efecto en clase media y empleadores. En 2022, año en que se esperaba una consolidación de la reactivación post COVID, la variación anual de las unidades reservadas netas de los primeros 5 meses refleja un decrecimiento del 0,7% con respecto al mismo periodo del año 2021 (-17,3% en 2019).

Tradicionalmente el primer trimestre del año es un periodo de baja demanda, es posible especular que la variación interanual registrada es reflejo de la inestabilidad percibida a nivel político y social, o al incremento de precios de bienes y servicios, que siguen afectando a diversos mercados y a los hogares a nivel mundial. Según la muestra encuestada en la investigación de APIVE (Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador), la disminución de reservas ha afectado principalmente a la ciudad de Quito, la cual refleja una variación de reservas de los cinco primeros meses de 2022 con respecto al anterior de -13,6% pese a la variación anual positiva registrada en la ciudad de Guayaquil 5,3%. Como se puede apreciar, la situación del mercado inmobiliario registra un repunte en la ciudad de Guayaquil.

El crédito hipotecario permite medir el ritmo de cierre de transacciones con el pago de las viviendas cuya construcción se contrató 18 a 24 meses antes. Al mes de mayo de 2022 la colocación de créditos hipotecarios fue de USD 739,1 millones, lo que representa un incremento de 16,8% con respecto al mismo periodo de 2021. Las instituciones financieras privadas incrementaron su participación sobre el total de crédito hipotecario colocado hasta mayo de 2022 a 64% mientras que el BIESS disminuyó su participación a 36%.

El estudio concluye, lo importante a tener en cuenta en esta materia, desde la perspectiva del sector promotor de vivienda y de construcción, es que el crecimiento poblacional y la demanda de vivienda que le corresponde, no se frena mientras se frena la economía, como tampoco crece al lento ritmo que se recupera la construcción, sino de manera mucho más acelerada y sostenida. Lo anterior implica que el déficit de vivienda se incrementa día a día, por lo que urge la implementación de medidas económicas para agilizar la recuperación del acceso a vivienda.

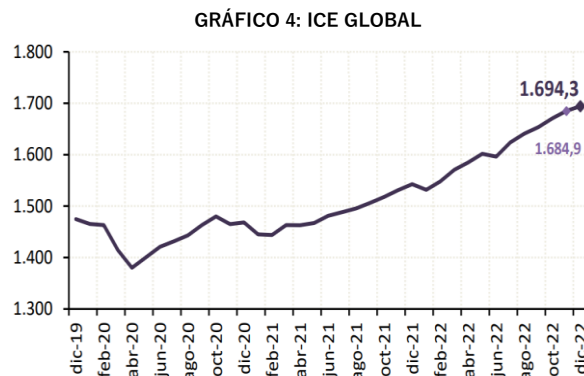
La actividad inmobiliaria, referida a la venta de terrenos, se encuentra íntimamente ligada a la actividad de la construcción. El sector de la construcción es un gran dinamizador de la economía, que tiene como denominador

⁵⁴ <https://apive.org/una-mirada-al-desempeno-del-sector-inmobiliario-en-el-2022/#:~:text=Comportamiento%20de%20reservas&text=En%20el%202022%2C%20a%20en,mismo%20periodo%20del%20a%20C3%B1o%202021.>

común ofrecer servicios en dos tipos, el primero y que se encuentra a cargo del gobierno central y municipalidades es realizar obras de infraestructura básica, vial y edificación pública, mientras que el segundo abarca el sector privado y realiza obras de tipo inmobiliario que engloba a la construcción de viviendas y edificaciones. A inicios del año 2021, el sector de la construcción estuvo compuesto por la parte inmobiliaria que representa un 28,3% y por la obra pública que corresponde al 72,7% restante, esta última cayó debido a la disminución de la inversión por parte del gobierno central y los seccionales.

Por el lado de la oferta, el sector construcción es un gran generador de empleo, debido a que desencadena en una serie de actividades relacionadas como es la de suministros que requieren al menos mil ítems para cada construcción habitacional.

Según el último Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central de Ecuador⁵⁵, con cifras para diciembre de 2022⁵⁶, el Índice de Confianza Empresarial (ICE) Global alcanzó 1.694,3 puntos, lo que significó un aumento de 9,4 puntos, es decir, 0,6% más comparado con el mes anterior, comportamiento que se explica por el desempeño favorable que tuvieron los ICE de los cuatro sectores económicos analizados: manufactura, comercio, construcción y servicios.



Fuente y Elaboración: Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central de Ecuador

La venta de bienes y servicios del Club no presenta estacionalidades en su comportamiento, salvo por feriados y fines de semana que reportan mayor ocupación. Tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

El segmento del mercado en el que se desenvuelve el Club, presenta flexibilidad para transferir las variaciones del costo de los servicios que presta, al precio que aplica a sus socios.

Finalmente, entre las barreras de entrada que se pueden identificar para el sector en el que desarrolla sus actividades el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, se encuentran el patrimonio y las altas inversiones requeridas, los contactos sociales, el *know how*, priman mucho el posicionamiento y el prestigio, los cuales generan dificultad de entrada de nuevos participantes. En lo que a barreras de salida se refiere, se identifican la alta inversión, los compromisos con las expectativas de los socios y el cumplimiento de obligaciones financieras a mediano y largo plazo; tanto el terreno como las instalaciones no tienen un alto grado de especialización, lo cual podría eventualmente facilitar su destino a otras actividades económicas.

Expectativas

En cuanto a su actividad como club social y deportivo, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB tiene grandes expectativas de crecimiento, principalmente por la puesta en operación de su nueva sede en Samborondón, realizada en

⁵⁵ El Banco Central del Ecuador informa que se encuentra en un proceso de revisión metodológica del cálculo de este índice, con el propósito de contar con nuevos indicadores que reflejen las expectativas de los diferentes sectores económicos del país.

⁵⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/oe202212.pdf>

mayo de 2022. Con prácticamente medio año de operación, al cierre de 2022 el Club ya registró un incremento en ingresos del 168,12% respecto a 2021.

Posición Competitiva de la Empresa

Como se mencionó, el objeto social de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, es el desarrollo del deporte, la compra, venta y permuta de bienes raíces y la importación y venta de artículos destinados al deporte.

Cabe mencionar que GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, conforme registros de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se encuentra dentro de la categoría CIU L6810.01, que corresponde principalmente a: compra - venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles propios o arrendados, como: edificios de apartamentos y viviendas; edificios no residenciales, incluso salas de exposiciones; instalaciones para almacenaje, centros comerciales y terrenos. Sin embargo, esta clasificación no incluye la actividad como club social y deportivo, para la cual correspondería la categoría CIU O9241.00, referida a actividades de organización y dirección de todo tipo de eventos deportivos al aire libre o bajo techo, incluye clubes deportivos: fútbol, bolos, natación, golf, boxeo, lucha, gimnasia, levantamiento de pesas, atletismo, voley-ball, etc.

Como se mencionó, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB reconoce a su competencia directa en los clubes: Tenis Club, Club de La Unión, Salinas Golf & Tenis Club y Salinas Yacht Club. Cabe indicar que GUAYAQUIL COUNTRY CLUB ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

El Club tiene una estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración del Club, el originador tiene la capacidad de determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el originador, en lo que respecta a normativa legal, el Club está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la entidad, es importante incluir a continuación el análisis FODA de GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 19: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Extensión muy amplia de terreno la cual se asocia positivamente a "naturaleza".	Ausencia de una comunicación efectiva para dar a conocer las ventajas de ser socios del Club y la calidad de las instalaciones de la nueva sede.
Un club para acudir los fines de semana con la familia.	
Presencia de varias décadas con buena imagen.	
Variedad en la oferta de opciones para hacer deporte y servicios complementarios.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Potenciales socios con perfil Medio Alto / Alto "Social", con ingresos familiares que superen los USD 8.000 mensuales. Las personas de este perfil proyectan estilos de vida y costumbres muy similares.	Decretos de distanciamiento social por pandemias y restricciones de movilidad por asuntos de emergencias de seguridad.
Tendencia a circular con un mismo círculo social (colegios de los hijos, amistades, matrimonios, etc.) así como frecuentar los mismos lugares (restaurantes, clubes sociales, etc.).	En la memoria de los posibles socios se encuentra presente el Salinas Yacht Club en la mayoría de los casos, combinado con el Tenis Club y/o el Club de la Unión.
Los potenciales socios tienden a pertenecer simultáneamente a más de un club (de los principales).	Tendencia actual de los potenciales socios de no acudir frecuentemente a los clubes. Por el tráfico en Samborondón optan por acudir a los gimnasios y canchas deportivas de sus urbanizaciones.
Por problemas de inseguridad la gente opta por ir a un club, que genera mayor tranquilidad.	Los potenciales socios tienen la percepción de que la nueva ubicación del Club es alejada, lo que constituye un freno importante.

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos del originador se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, sucesos naturales entre otros.

Las operaciones del Club tienen un sustento importante en el manejo informático de la información. GUAYAQUIL COUNTRY CLUB cuenta con su Política de Sistemas de Información, la misma que establece que el área de Sistemas tiene como propósito garantizar el óptimo funcionamiento de los sistemas de información, así como adecuados niveles de operatividad y productividad de la infraestructura tecnológica del Club; definir la estrategia de sistemas de información y velar por su ejecución y actualización constante.

El Internet del Club es de alta calidad para el abastecimiento del uso interno y de socios, cuenta con integración tecnológica con todas las áreas. Para asegurar el servicio de internet y su correcta operatividad, el Club tendrá contratado como servicio principal un enlace de fibra óptica y como respaldo un enlace secundario vía radiofrecuencia; este último se activará automáticamente en una conmutación de entre 3 a 5 minutos.

Con el fin de asegurar el rendimiento de los sistemas instalados, el Club cuenta con una infraestructura tecnológica que permite una velocidad de transmisión interna de datos de hasta 10 Gigabytes. Su Centro de datos principal y secundarios cuentan con equipos de primera línea, administrables y de características acorde a lo que requiere la operación del Club.

El área de Sistemas maneja protocolos de seguridad de la información, respaldo de la misma, mantenimiento de los equipos y manejo de incidentes, entre los principales. Los sistemas informáticos estarán protegidos por un usuario y una contraseña individual, solicitada por el jefe inmediato y provista por el área de Sistemas.

Además, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB con el objetivo de cuidar sus principales activos, mantiene pólizas de seguros para todo riesgo, con vigencia hasta el 29 de junio de 2023.

Riesgo Financiero

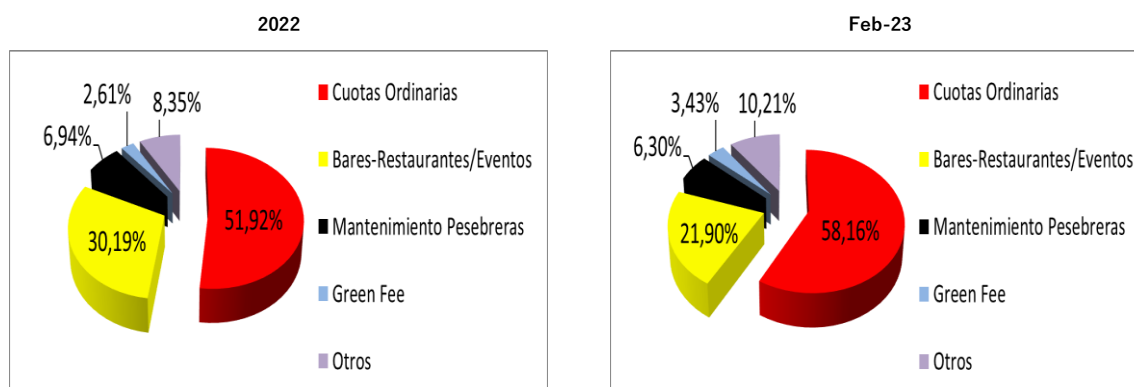
El análisis financiero efectuado al GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, se realizó en base a los informes auditados de los años 2019, 2020 y 2021, junto a las cifras de los Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 28 de febrero de 2022, 31 de diciembre de 2022 y 28 de febrero de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos del Club presentaron un comportamiento decreciente hasta el cierre del año 2021, es así que pasaron de USD 2,17 millones en 2019 a USD 1,94 millones en 2021; los descensos se dieron como consecuencia de la coyuntura nacional en 2019 y la pandemia en 2020. Es importante indicar que para 2021, las actividades se flexibilizaron; sin embargo, siguieron sujetas a protocolos de bioseguridad debido a la crisis sanitaria (Covid-19), por lo que todavía no se podía predecir una efectiva reactivación de las operaciones del Club. Para el cierre de 2022 los ingresos presentaron una importante recuperación (+168,12%) hasta llegar a USD 5,19 millones, el incremento se sustenta en el inicio de operaciones en la nueva sede de Samborondón, el 26 de mayo de 2022, lo cual activó las cuotas de los nuevos socios y la venta en los distintos bares. A febrero de 2023 los ingresos revelan un importante incremento del 365,03% respecto a su similar de 2022 alcanzando una suma de USD 1,19 millones.

Los ingresos del Club provienen principalmente de Cuotas Ordinarias, con el 51,92% de los ingresos totales a diciembre de 2022 y 58,16% a febrero de 2023; seguidos por Bares-Restaurantes/Eventos, con 30,19% y 21,90% respectivamente. Los ingresos de las diferentes comisiones corresponden a cuotas y eventualmente auspicios. Lo anterior ratifica el giro del negocio del Club.

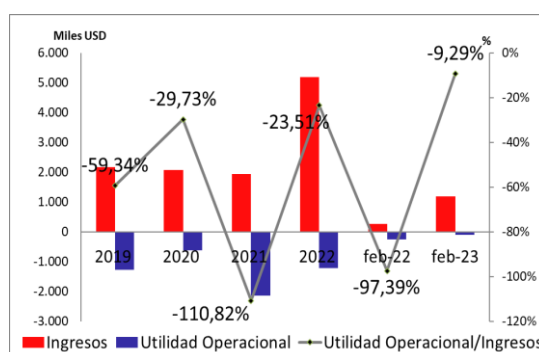
GRÁFICO 5: ESTRUCTURA DE LOS INGRESOS



Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Los ingresos ordinarios permitieron cubrir de manera adecuada el costo de ventas, generando un margen bruto variable, que pasó de significar un 88,43% de los ingresos en 2021 y 83,40% en 2022; a febrero de 2023 el margen bruto representó el 88,35% de los ingresos. Sin embargo, de lo anterior, el margen bruto no fue suficiente para cubrir los gastos operacionales, arrojando a lo largo de todo el periodo analizado (2019-2022), un resultado operacional negativo, que pasó de representar el -110,82% de los ingresos en 2021 a -23,51% en 2022 (-9,29% en febrero de 2023). En diciembre de 2021 los gastos operacionales sufrieron un incremento importante del 50,21%, debido principalmente al crecimiento en los gastos del Club en su nueva sede de Samborondón.

GRÁFICO 6: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

En su representación sobre los ingresos ordinarios, los gastos financieros fueron inferiores al 1% hasta el año 2021; al cierre de 2022 representaron el 6,01% de los ingresos ordinarios (19,51% en febrero de 2023), como efecto del importante incremento en la deuda con costo⁵⁷ debido a nuevos créditos contratados por el Club.

Luego de deducir el rubro de gastos financieros⁵⁸, la Institución registró resultados netos negativos, que pasaron del -111,02% de los ingresos en 2021 a -29,52% en 2022; al 28 de febrero de 2023 el resultado neto se ubicó en el -28,80% de los ingresos.

Cabe señalar que GUAYAQUIL COUNTRY CLUB es una institución social y deportiva sin fines de lucro; sin embargo, para remontar las pérdidas registradas, la Administración del Club con el apoyo de los Socios, continuará trabajando en planes que tengan por objeto captar el ingreso de nuevos socios y atraer el reingreso de Socios que ya han pertenecido a la Institución. También se ha planificado y desarrollado eventos en el Club, que permitan mejorar sus ingresos. Según la administración, tales acciones permitirán en los ejercicios económicos siguientes, generar suficientes ingresos para cubrir los gastos de la operación. En los años 2020 y

⁵⁷ La deuda con costo esta reclasificada dentro de la cuenta otras cuentas por pagar.

⁵⁸ Los estados financieros no registran otros ingresos y egresos.

2021, el Directorio aprobó algunas resoluciones tendientes a mejorar los ingresos del Club, cuyos resultados se evidencian al cierre de 2022 con el crecimiento del 168,12% en los ingresos y el 365,03% a febrero de 2023.

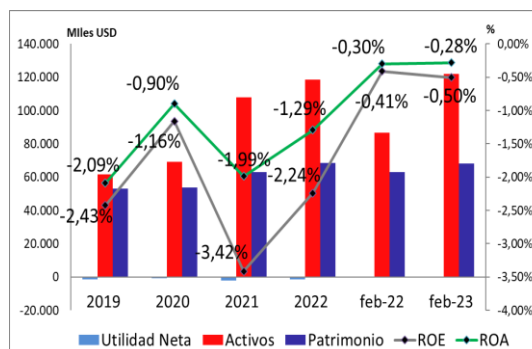
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE), se presentaron negativos a lo largo del periodo analizado, conducta ligada a los resultados negativos. Para los periodos interanuales se registra cierta recuperación en los indicadores, pero siguen siendo negativos.

CUADRO 20, GRÁFICO 7: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	-2,09%	-0,90%	-1,99%	-1,29%
ROE	-2,43%	-1,16%	-3,42%	-2,24%

Ítem	feb-22	feb-23
ROA	-0,30%	-0,28%
ROE	-0,41%	-0,50%



Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

ROA y ROE negativos indican que los activos del emisor no habrían generado rentabilidad por sí mismos, y que con cada dólar de patrimonio invertido por los socios, el Club no generó flujo proveniente de utilidades después de participación a trabajadores e impuestos; es decir, los propietarios del Club no percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

El EBITDA (acumulado) del Club, en razón del resultado operativo adverso, se presentó negativo a lo largo de todo el periodo analizado, incluidos los cortes parciales, y, en consecuencia, sin cobertura sobre los gastos financieros.

CUADRO 21, GRÁFICO 8: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	-949	-284	-2.008	-1.113
Gastos Financieros	4	4	4	312
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	-227,44	-74,19	-522,16	-3,57

Ítem	feb-22	feb-23
EBITDA	-231	-73
Gastos Financieros	8	233
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (Veces)	-27,43	-0,32

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

A lo largo del periodo analizado, los activos mostraron una clara tendencia creciente, desde USD 108,04 millones en 2021 a USD 118,55 millones en 2022 y USD 121,95 millones en febrero de 2023, como efecto del incremento en inversiones⁵⁹ (derechos fiduciarios), generados por la constitución del Fideicomiso AYG, mecanismo de garantía específica de la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; de propiedades y equipos neto, generado principalmente por las construcciones en curso en la nueva sede del Club.

⁵⁹ Generados por las acciones de Boardwalk Logistics Corp, por la inversión en un complejo industrial y logístico

En su estructura, los activos se concentran en aquellos de tipo no corriente, en un promedio del 93,45% en los cortes anuales (93,46% en febrero de 2023), siendo el principal rubro inversiones (derechos fiduciarios) con el 58,81% del total de activos en 2022 y el mismo porcentaje a febrero de 2023, seguido por propiedades y equipo neto con el 33,66% en 2022, y el 32,70% en febrero de 2023.

Los activos corrientes, con un comportamiento variable, significaron 6,21% del total de activos en 2022 y el 6,54% en febrero de 2023, cuya cuenta más relevante fue anticipo a proveedores con el 4,12% y el 4,17% en ese mismo orden.

El rubro inversiones, que hasta 2020 comprendía principalmente derechos fiduciarios, al 31 de diciembre de 2021 revela un incremento del 43,52% y se ubicó en USD 69,75 millones, crecimiento originado en la inclusión de la inversión en un complejo industrial y logístico, equivalente a USD 26,07 millones. Conforme el informe de los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2021, el 12 de julio de 2021 se suscribió un acuerdo de colaboración empresarial entre AEEQUS Corporation Holding S.A. y el GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, cuyo objeto se resume en una asociación para desarrollar un complejo industrial y logístico de primer orden sobre 81,33 hectáreas en la vía Daule. El Club se compromete a instruir al Fideicomiso AYG para que, una vez obtenida de la Municipalidad de Guayaquil la subdivisión de lotes, aporte el terreno a una sociedad por acciones simplificadas S.A.S. por USD 26,07 millones.⁶⁰

Pasivos

El financiamiento del pasivo sobre el activo creció de un 41,78% en diciembre de 2021 a 42,30% en el año 2022 y 44,22% en febrero de 2023, comportamiento que tiene su origen en las variaciones registradas en otras cuentas por pagar, rubro que registra principalmente compra de derechos fiduciarios (a partir de 2020 incluye la titularización), terrenos, obras civiles⁶¹.

En su estructura, el pasivo se concentra en aquellos de tipo no corriente, los mismos que pasaron del 40,01% de los activos en 2021 a 39,66% en 2022 y 41,42% en febrero de 2023, teniendo como principal rubro a otras cuentas por pagar, con un financiamiento sobre los activos del 39,58% en 2022 y 41,35% en febrero de 2023, el resto de rubros, tanto del pasivo corriente como del no corriente, tuvieron representaciones inferiores al 4% a lo largo del periodo analizado. Cabe mencionar que, los estados financieros del Club contemplan dentro del rubro otras cuentas por pagar no corrientes, valores reclasificados de préstamos bancarios.

El crecimiento de otras cuentas por pagar, en el pasivo no corriente, a diciembre de 2021, se explica principalmente por USD 26,07 millones correspondientes a las acciones de Boardwalk Logistics Corp, por la inversión en el complejo industrial y logístico; el rubro incluye, además, USD 8,13 millones por transferencias recibidas del Fideicomiso de titularización. Al cierre de 2022 el saldo creció a USD 46,93 millones y a febrero de 2023 a USD 50,43 millones.

Patrimonio

El patrimonio pasó de financiar el 77,41% de los activos en 2020 a 58,22% de los activos en 2021, 57,70% de los activos en 2022 y 55,78% de los activos en febrero de 2023, fluctuaciones que obedecen al registro de mayores resultados acumulados negativos. Lo anterior determina que la operación de la institución se fondea principalmente con recursos propios, aunque su comportamiento fue descendente.

⁶⁰ Para el cumplimiento de este acuerdo se suscribe una escritura de aumento de capital en especie celebrada el 13 de julio de 2021. El bien aportado ubicado en el km 22 vía a Daule (Antigua Sede) correspondiente a 81,33 hectáreas que hace el Fideicomiso AYG a la Compañía Boardwalk Logistics Corp S.A.S por un monto de USD 26,07 millones, el valor en libros antes del aporte en mención tenía un costo de adquisición de USD 17,33 millones, previo al aporte dicho bien fue objeto de una revalorización realizado por un perito independiente determinando que su valor de mercado correspondía a USD 26,07 millones, lo que determinó un superávit por revalorización del bien inmueble por un monto de USD 8,75 millones. Cabe mencionar que el acuerdo de colaboración empresarial establece que el Guayaquil Country Club deberá vender a AEEQUS el 54,35% de las acciones de la Sociedad y a CORCOLDING el 19,18%, conservando el Fideicomiso AYG el 26,47%, a cambio de un pago total de ambas compañías a favor del Fideicomiso por USD 19,17 millones, que se desglosa así: AEEQUS pagará USD 14,17 millones y CORCOLDING USD 5,00 millones, quedando a favor del Fideicomiso acciones por el valor de USD 6,90 millones. A la fecha de emisión del informe de auditoría, esta venta y transferencia de acciones aún no han sido realizadas; sin embargo, se ha recibido anticipos por USD 26,07 millones, los mismos que se registran como anticipos de contratos.

⁶¹ En 2021 la variación corresponde principalmente al registro de acciones de Boardwalk Logistics Corp, por inversión en un complejo industrial y logístico, a más del crecimiento del rubro proveedores, por la inclusión de proveedores de construcción

El patrimonio del Club se encuentra constituido principalmente por el rubro reservas, con un financiamiento sobre los activos del 51,49% en diciembre de 2022 y 50,06% en febrero de 2023, seguido por patrimonio institucional (capital social) 14,92% y 14,68%, respectivamente; los rubros de resultados se registraron negativos a lo largo de todo el periodo analizado, con excepción del año 2019.

El patrimonio institucional del Club corresponde a títulos y membresías pagados y no pagados por los socios e hijos de socios y aporte al fondo perdido acumulado al año anterior; por lo tanto, al cierre de cada ejercicio, GUAYAQUIL COUNTRY CLUB, podría presentar un valor de capital diferente. Es así que el patrimonio institucional pasó de USD 12,35 millones en 2021 a USD 17,69 millones en 2022 y USD 17,90 millones en febrero de 2023.

El aporte al fondo perdido forma parte del patrimonio institucional, sirve para compensar las pérdidas acumuladas en todos los ejercicios y no directamente para aumentar el capital social, una vez que se hayan cubierto dichas pérdidas, los aportes al fondo perdido se capitalizarán.

Como ya se mencionó, el Estatuto del Club determina que la calidad de socio es personal e intransferible, al igual que los aportes patrimoniales a fondo perdido, los cuales constituyen donaciones irrevocables y no generan derecho ni expectativa alguna.

Flexibilidad Financiera

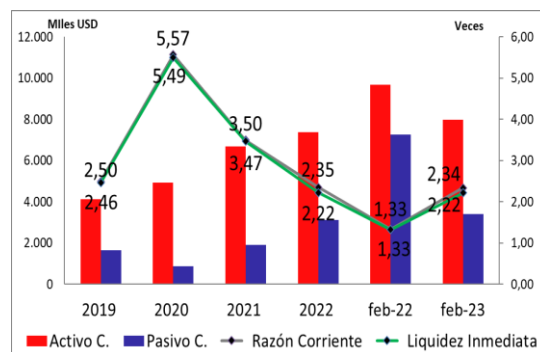
GUAYAQUIL COUNTRY CLUB presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a 1,30 veces a lo largo del periodo analizado, lo que ratifica un eficiente manejo de la liquidez y la presencia de capital de trabajo positivo, que al cierre de 2022 representó el 3,57% de los activos (3,74% en febrero de 2023).

Por su parte, la liquidez inmediata se registra en valores muy similares a los de la razón corriente, ligeramente inferiores, como efecto de la poca relevancia que tienen los inventarios dentro de los activos corrientes.

CUADRO 22, GRÁFICO 8: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	4.133	4.919	6.685	7.362
Pasivo Corriente	1.655	883	1.911	3.130
Razón Circulante (Veces)	2,50	5,57	3,50	2,35
Liquidez Inmediata (Veces)	2,46	5,49	3,47	2,22

Ítem	feb-22	feb-23
Activo Corriente	9.691	7.971
Pasivo Corriente	7.264	3.407
Razón Circulante (Veces)	1,33	2,34
Liquidez Inmediata (Veces)	1,33	2,22

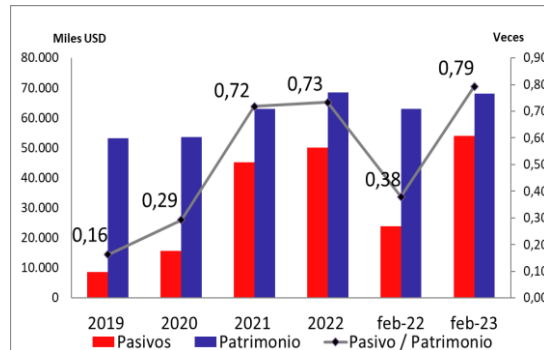


Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una participación importante del patrimonio en el financiamiento de la operación del Club, pues registró un apalancamiento inferior a la unidad a lo largo de todo el periodo analizado. Estos indicadores evidencian que el Club privilegia el financiamiento de activos con sus propios recursos.

GRÁFICO 9: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

Contingentes

El GUAYAQUIL COUNTRY CLUB no registra en el sistema financiero operaciones como codeudor o garante, que afecten a su normal operación; adicionalmente, conforme indica la página institucional del Consejo de la Judicatura, el Club no registra acciones legales vigentes.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁶²

Hasta el 28 de febrero de 2023, el Mercado de Valores autorizó 11 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 06 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 05 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 61,30 millones, valor que representó 46,33% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 132,30 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 53,57% y no se registran titularizaciones autorizadas.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Xavier Espinosa
Analista

⁶² <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	feb-22	2022	feb-23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	621	496	344	3.211	442	1.096
Cuentas por cobrar Socios	1.392	1.315	1.135	1.450	1.628	1.374
Provisión cuentas incobrables	(2)	(3)	(1)	-	-	-
Inventarios	60	67	59	57	411	411
Otros Activos Corrientes	2.061	3.044	5.148	4.973	4.882	5.090
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.133	4.919	6.685	9.691	7.362	7.971
Propiedades y equipo neto	7.439	13.411	29.456	31.214	39.898	39.880
Otros Activos No Corrientes	50.157	50.965	71.897	45.905	71.289	74.098
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	57.596	64.376	101.353	77.119	111.187	113.978
TOTAL ACTIVOS	61.729	69.295	108.037	86.810	118.549	121.948
PASIVOS						
Préstamos Instituciones financieras	27	14	450	-	-	-
Proveedores locales y del exterior	441	151	1.113	7.264	3.130	3.407
Otros Pasivos Corrientes	1.187	718	348	-	-	-
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	1.655	883	1.911	7.264	3.130	3.407
Préstamos Instituciones financieras	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos No Corrientes	6.946	14.768	43.225	16.599	47.013	50.513
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	6.946	14.768	43.225	16.599	47.013	50.513
Deuda Financiera	27	14	450	-	-	-
Deuda Financiera C/P	27	14	450	-	-	-
Deuda Financiera L/P	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVOS	8.602	15.651	45.135	23.862	50.143	53.920
PATRIMONIO						
Patrimonio Institucional	8.560	9.698	12.353	13.138	17.686	17.898
Reservas	32.358	52.738	61.489	52.293	61.044	61.044
Aportes futura capitalización	-	-	-	-	-	-
Resultado neto del ejercicio	(1.289)	(621)	(2.148)	(295)	(1.532)	(590)
Resultados acumulados	13.498	(8.170)	(8.792)	(2.188)	(8.792)	(10.324)
TOTAL PATRIMONIO	53.127	53.644	62.902	62.947	68.406	68.029

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	feb-22	2022	feb-23
Ingresos	2.165	2.077	1.935	256	5.188	1.192
Costo de ventas	304	127	224	6	861	139
MARGEN BRUTO	1.860	1.949	1.711	250	4.327	1.053
Total Gastos Operacionales	3.145	2.567	3.856	500	5.547	1.164
RESULTADO OPERACIONAL	(1.284)	(617)	(2.144)	(250)	(1.220)	(111)
Gastos Financieros	4	4	4	8	312	233
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	(1.289)	(621)	(2.148)	(258)	(1.532)	(343)
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	(1.289)	(621)	(2.148)	(258)	(1.532)	(343)

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	feb-22	2022	feb-23
Gastos Operacionales / Ingresos	145,28%	123,60%	199,25%	195,08%	106,91%	97,65%
Utilidad Operacional / Ingresos	-59,34%	-29,73%	-110,82%	-97,39%	-23,51%	-9,29%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-59,53%	-29,92%	-111,02%	-100,68%	-29,52%	-28,80%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	99,68%	99,38%	99,82%	96,74%	79,63%	32,27%
Utilidad / capital permanente	-3,15%	-1,00%	-2,91%	-2,37%	-1,95%	-2,61%
Utilidad Operativa / capital permanente	-3,14%	-0,99%	-2,90%	-2,29%	-1,55%	-0,84%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-0,32%	-0,62%	-0,18%	-3,26%	-20,37%	-67,73%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-2,43%	-1,16%	-3,42%	-0,41%	-2,24%	-0,50%
Rentabilidad sobre Activos	-2,09%	-0,90%	-1,99%	-0,30%	-1,29%	-0,28%
Utilidad operacional / activos operacionales	-12,25%	-3,85%	-6,82%	-4,17%	-2,88%	-1,55%
Resultados operativos medidos / activos totales	-2,08%	-0,89%	-1,98%	-1,73%	-1,03%	-0,55%

Liquidez						
Razón Corriente	2,50	5,57	3,50	1,33	2,35	2,34
Liquidez Inmediata	2,46	5,49	3,47	1,33	2,22	2,22
Capital de Trabajo	2.477	4.036	4.774	2.427	4.232	4.564
Capital de Trabajo / Activos Totales	4,01%	5,82%	4,42%	2,80%	3,57%	3,74%
Cobertura						
EBITDA (Miles USD)	-949	-284	-2.008	-231	-1.113	-73
EBITDA anualizado (Miles USD)	-949	-284	-2.008	-1.386	-1.113	-955
Ingresos (Miles USD)	2.165	2.077	1.935	256	5.188	1.192
Gastos Financieros (Miles USD)	4	4	4	8	312	233
EBITDA / Ingresos	-43,85%	-13,67%	-103,78%	-90,10%	-21,44%	-6,15%
EBITDA/Gastos Financieros	-227,44	-74,19	-522,16	-27,43	-3,57	-0,32
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	-47,90	-44,78	-4,77	-	-	-
EBITDA / Deuda total	-35,39	-20,58	-4,46	-	-	-
Flujo libre de caja / deuda total	-132,31	-45,64	-6,14	-	-	-
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	-0,25	-0,04	-0,12	-0,41	-0,13	-13,35
Gastos de Capital / Depreciación	11,26	19,01	118,93	178,91	80,97	1,91
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,16	0,29	0,72	0,38	0,73	0,79
Activo Total / Capital Social	7,21	7,15	8,75	6,61	6,70	6,81
Pasivo Total / Capital Social	1,00	1,61	3,65	1,82	2,84	3,01
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	-0,03	-0,05	-0,22	0,00	0,00	0,00
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	-9,06	-55,14	-22,48	-17,22	-45,07	-56,47
Deuda Financiera / Pasivo	0,31%	0,09%	1,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,05%	0,03%	0,72%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo Total / Activo Total	13,93%	22,59%	41,78%	27,49%	42,30%	44,22%
Capital Social / Activo Total	13,87%	14,00%	11,43%	15,13%	14,92%	14,68%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	100,00%	100,00%	100,00%	-	-	-
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	86,07%	77,41%	58,22%	72,51%	57,70%	55,78%
Eficiencia⁶³						
Periodo de Cobros (días)	235	231	214	334	115	68
Duración de Existencias (días)	72	192	96	570	174	175
Plazo de Proveedores (días)	529	433	1.815	72.158	1.327	1.448

Fuente: GUAYAQUIL COUNTRY CLUB / Elaboración: Class International Rating

ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA "TITULARIZACIÓN GUAYAQUIL COUNTRY CLUB" (Miles USD)

Rubro	feb-23
ACTIVO	10.502
Activo Corriente	10.502
Efectivo y equivalentes	337
Inversiones	1.758
Cuentas por cobrar al Originador	8.393
Otras Cuentas por cobrar	14
PASIVO	10.492
Pasivo Corriente	4.261
Cuenta por pagar Proveedores	2
Porción corriente valores emitidos	599
Cuentas por pagar al Originador	982
Otras Cuentas por Pagar	2.679
Pasivo No Corriente	6.231
Porción No corriente valores emitidos	6.231
PATRIMONIO	10
Aporte Inicial	10
Pasivo + Patrimonio	10.502

Fuente: Fiduciaria Atlántida FIDUTLAN Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. / Elaboración: Class International Rating

⁶³ En el cálculo de los indicadores de eficiencia, un factor primordial es el rubro proveedores, que a partir de 2021 incluye a proveedores de construcción, mismos que no corresponden al giro normal del negocio y distorsionan los indicadores.