

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
FIDEICOMISO MERCANTIL “FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN”
SEGUNDO TRAMO

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 157/2020, del 30 de noviembre de 2020

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2020

Analista: Ing. Xavier Espinosa

xavier.espinosa@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., es una organización que comenzó a desarrollar sus actividades en el año de 1963 en la ciudad de Guayaquil, cuya actividad se centra en la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones, carreteras, plantas industriales, estudios, proyectos, diseños, planificaciones y en general al ejercicio de cualquier actividad que corresponda a la ingeniería o arquitectura.

Revisión

Resolución Aprobatoria No. Q.IMV.2010.4933, emitida el 16 de noviembre de 2010.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación, reunido en sesión No. 157/2020 del 30 de noviembre de 2020 decidió otorgar la calificación de **“AA-” (Doble A menos)** al **Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN” Segundo tramo**, por un monto de dos millones ciento sesenta y un mil quinientos uno 21/100 dólares de los Estados Unidos de América (USD 2'161.501,21).

Categoría AA: Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena 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 los 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.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN” se fundamenta en:

Sobre la Titularización de Cartera:

- Mediante Escritura Pública suscrita el 15 de septiembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón comparecieron FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, el Fideicomiso de Garantía e inmobiliario MILANNVO, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A. FODEVASA, en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, entre otros, con el propósito de suscribir el aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN.

- Mediante Escritura Pública suscrita el 09 de noviembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón, FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, suscribieron la rectificación y ampliación a la escritura de aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN.
- La Titularización está respaldada por 5 mecanismos de garantía. **Sobrecolateralización:** permitirá cubrir en 1.5 veces el Índice de Siniestralidad del tramo correspondiente; **Reserva Especial:** consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del tramo correspondiente y no sea posible honrar los pasivos con inversionistas de ese tramo, a prorrata de su participación; **Cuenta de Reserva:** Consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos de tramo correspondiente; **Fianza Solidaria** del originador y/o el arquitecto José Antonio Fuorani Villagómez: consiste en la obligación solidaria para con el fideicomiso titularizador, antes de la emisión de cada TRAMO, cuyo objetivo será servir de garante hasta por un monto de USD 200.000,00 en caso de incumplimientos en el pago de la cartera por parte de los deudores seleccionados; **Fideicomiso de Garantía e Inmobiliario:** es el Fideicomiso Mercantil e Irrevocable propietario de unidades inmobiliarias, construidas o por construirse, de los conjuntos residenciales denominados "Urbanización Milann" y "Urbanización Volare", unidades inmobiliarias que generan la cartera del tramo que se va a Titularizar.
- Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario, procederá a efectuar los endosos o cesiones, según corresponda, en cada uno de los instrumentos de crédito bajo las fórmulas "sin responsabilidad" y "por valor recibido". Ni el originador ni la fiduciaria están en la obligación de efectuar notificación alguna a los deudores seleccionados, respecto de la transferencia de dominio de la cartera, así como las garantías constituidas sobre ésta. En lo relativo a la cobertura de pago de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario procederá a cederlas a favor del fideicomiso titularizador, conforme se estipula en el contrato de fideicomiso.
- La primera colocación de los títulos de la Serie A se realizó el 23 de diciembre de 2010, de la Serie B el 24 de enero de 2011 y de la Serie C el 09 de marzo de 2011.
- Al 30 de septiembre de 2020 el segundo tramo de la titularización presentó un saldo de capital de USD 0,42 millones perteneciente a la Serie B y C, luego de haber pagado de manera oportuna los dividendos a los inversionistas.
- Conforme información de la Fiduciaria, a lo largo del año 2019, hasta septiembre 2020, el fideicomiso no recibió aportes de cartera adicionales y tampoco restituyó cartera al originador. Con respecto al flujo de la cartera, desde enero de 2019 hasta septiembre de 2020 el Fideicomiso recaudó USD 0,26 millones (capital más interés y seguros, correspondientes a la recuperación de la cartera entregada al Fideicomiso) y no restituyó valores al originador.
- La cartera titularizada vigente, con corte al 30 de septiembre de 2020, estuvo conformada por 17 operaciones crediticias, mismas que alcanzaron un saldo de capital de USD 0,30 millones. Dicha cartera se compone de operaciones con saldos de capital que oscilan entre USD 700,56 como valor mínimo y USD 49.833,50 como valor máximo, de las cuales la mayor proporción, en cuanto a cantidad de operaciones, se concentró en los rangos de más de USD 20.501 hasta USD 25.500, con el 35,29% del número total de operaciones.
- El riesgo de un uso imprudente de los flujos generados por la cartera, recaudados por el Administrador de Cartera, que a su vez es el gestor de la misma, es mitigado en buena parte con la suscripción de contratos legales en la titularización de cartera.
- 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 "Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del Derecho personal de crédito.
- 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 la cartera sea insuficiente.

Sobre el Originador:

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. es una compañía que ha presentado una importante trayectoria dentro del sector de la construcción, evidenciando que desde su constitución (1974) hasta la actualidad ha realizado obras en distintas ciudades del litoral, además de ciudades como Cuenca y Quito, sin embargo, se debe resaltar que la mayor parte de sus obras se concentran en la ciudad de Guayaquil.
- La compañía actualmente mantiene varias obras en ejecución, evidenciando que entre sus principales clientes se destacan los comerciales, industriales y hoteleros para la construcción o remodelación de sus instalaciones; además de personas naturales que adquieren las viviendas de sus proyectos habitacionales, así mismo se debe señalar que la compañía contempla varios proyectos futuros los cuales le ayudarán a generar mejores resultados en los próximos años.
- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha trabajado en el diseño y construcción de obras tanto para el sector público como privado, tal es el caso del Hospital de Niños Roberto Gilbert Elizalde, el Planetario de la Armada en la ciudad de Guayaquil, el Hospital de SOLCA en Manabí, el Edificio Federación Ecuatoriana de Fútbol, la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL) en Guayaquil, entre otras.
- Adicionalmente la compañía cuenta con un selecto grupo de profesionales especializados que complementan y perfeccionan el éxito de sus proyectos.
- Los ingresos ordinarios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presentaron una tendencia decreciente durante los periodos analizados, es así que pasaron de USD 35,15 millones en 2016 a USD 9,13 millones en 2018, debido a la contracción que se mantiene en el sector de la construcción, así como la finalización de varios proyectos de la compañía. Para los periodos interanuales se evidenció un crecimiento de 7,50% en sus ingresos, pues, luego de registrar USD 5,80 millones en septiembre de 2019 pasaron a USD 6,24 millones en septiembre de 2020, gracias a que en el año 2020, se está entregando el proyecto Ciudad Santiago etapa XI.
- El comportamiento de los costos y gastos deliberó en que la utilidad operacional decrezca en su representación sobre los ingresos de un 7,22% en el año 2016 a 4,80% en 2017 y se incrementa en 2018 a 11,05%. Para el año 2019, la situación cambió puesto que se registró una pérdida operacional que representó el -9,46% de los ingresos, debido a la reducción de sus ventas. Para septiembre de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 18,31% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en septiembre de 2019 cuando fue de 11,74% gracias a la importante reducción de gastos operativos y el crecimiento de los ingresos.
- Luego de registrar el impuesto a la renta y la participación a trabajadores, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de significar un 0,45% de los ingresos en 2016 a un 6,28% de los ingresos al cierre de 2019, mientras que para septiembre de 2020 fue de 1,77% sobre los ingresos superior a la registrada a septiembre 2019, situación que se produce por la reducción de gastos administrativos y gastos financieros.
- El EBITDA (acumulado) creció en su representación sobre los ingresos de 6,19% en 2017 a 12,88% en diciembre de 2018, no obstante, para diciembre de 2019, este decae hasta registrar valores negativos (-7,94% de los ingresos), debido a la pérdida operativa registrada en ese periodo, lo que reflejó una deficiencia en la generación de flujos operativos para cubrir sus gastos financieros. Para septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 19,88% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2019, cuando fue de 13,51%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus gastos financieros.
- Los activos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentaron un comportamiento fluctuante, pues luego de registrar USD 54,55 millones en el año 2016, pasaron a USD 39,57 millones en 2018, USD 48,24 millones en diciembre de 2019 y USD 48,35 millones en septiembre de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: cuentas por cobrar a relacionadas, otros activos no corrientes, inversiones no corrientes, obras en ejecución y anticipo a proveedores.
- Los pasivos totales presentaron una tendencia ligeramente fluctuante a lo largo de los periodos analizados, es así que luego de financiar el 83,87% en diciembre de 2016 pasó a un 78,74% en diciembre de 2019 y un 78,56% a septiembre de 2020, comportamiento que estuvo atado a las variaciones registradas en sus obligaciones con costo.

- El patrimonio mantuvo una tendencia creciente en términos monetarios, pues luego de registrar USD 8,80 millones (16,13% de los activos) en 2016, pasó a USD 10,26 millones (21,26% de los activos) en 2019 y USD 10,37 millones (21,44% de los activos) en septiembre de 2020, lo que obedece al registro de mayores resultados acumulados, así como del crecimiento en el superávit por revaluación.
- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. dispuso de suficientes recursos corrientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo, pues sus indicadores de liquidez (Razón Circulante) fueron superiores a la unidad (excepto en el año 2019), lo que arrojó un capital de trabajo positivo, y a septiembre de 2020 representó el 13,50% de los activos (en diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos).
- Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha financiado su operación en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, pues su apalancamiento (pasivo total/patrimonio) pasó de 3,70 veces en diciembre de 2019 a 3,66 veces en septiembre de 2020.
- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas, fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos. La compañía deberá estar atenta al tratamiento que da a su cartera y el estado de sus clientes, frente a este escenario.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 19 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, los cuales se detallan a continuación:

- La operación de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno en donde factores como el incremento en los precios de los materiales de construcción, la reducción de las facilidades de financiamiento que ha impulsado al sector de la construcción, e incluso otros relacionados directamente con los proyectos en los cuales trabaja la compañía, tales como, situaciones económicas adversas de los contratantes, podrían reducir la demanda de los servicios que ésta presta, además de demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.
- El incumplimiento de los plazos o condiciones especiales de las obras en construcción, conforme lo estipulado en cada contrato de construcción, puede traer multas o demorar el pago de planillas a la empresa, lo cual podría generar presión sobre su caja y efectivo.
- El incumplimiento en los pagos de avances, podría afectar el flujo de efectivo de la compañía. Esta exposición se monitorea de acuerdo al comportamiento del deudor, las cuentas por cobrar son evaluadas periódicamente, y registra una provisión por deterioro en los casos que el análisis presente una probabilidad alta de no pago.
- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, lo cual podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, o la capacidad de pago de deudas anteriormente adquiridas, de modo que la recuperación de la cartera o la generación de una nueva podría verse limitada, afectando al crecimiento de la compañía.
- Los últimos datos oficiales de la economía ecuatoriana, evidencian un incremento en la morosidad de crédito en el último año, originado por varias causas, como el incremento del desempleo y una reducción en la dinámica económica. Esto podría afectar a las operaciones de la empresa y a la calidad de su cartera de crédito.

- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- La concentración en 3 de sus proveedores (aproximadamente en un 70%), podría generar un desabastecimiento de su materia prima, lo que generaría un retraso en la ejecución de sus proyectos y consecuentemente afectar su flujo.
- Cambios en la legislación tributaria respecto a fideicomisos.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- 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.
- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”, es tomada de fuentes varias como:

- Escritura del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”, celebrada el 08 de diciembre de 2009.
- Escritura de reforma al Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”, celebrada el 08 de febrero de 2010.
- Escritura Pública del aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, del 15 de septiembre de 2010
- Escritura de la rectificación y ampliación a la escritura de aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, del 09 de noviembre de 2010.
- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, etc.).
- Estados Financieros del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN” no auditados, cortados al 30 de septiembre de 2020, mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 de FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 30 de septiembre de 2019, 31 de diciembre de 2019 y 30 de septiembre de 2020.
- Informe de rendición de cuentas del Fiduciario.
- 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 de la Fundación, 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, el originador y a los términos establecidos en el contrato.

- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Información estadística, matemática, actuarial y contable, vinculada con los flujos futuros de la cartera titularizada.
- Descripción y análisis del tipo de cartera y su valoración.
- El índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera titularizada, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas.
- Procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.

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 "Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN", 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

Mediante Escritura Pública suscrita el 08 de diciembre de 2009 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón comparecieron FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador y la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA, en calidad de Fiduciaria, entre otros, con el propósito de constituir el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN".

Mediante Escritura Pública suscrita el 15 de septiembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón comparecieron FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, el Fideicomiso de Garantía e inmobiliario MILANNVO, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA, en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, entre otros, con el propósito de suscribir el aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN.

Mediante Escritura Pública suscrita el 09 de noviembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón, FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, suscribieron la rectificación y ampliación a la escritura de aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN.

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Fideicomiso Mercantil "Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN"				
Originador 1 y Beneficiario	FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.			
Originador 2 y Administrador de la Cartera	Fideicomiso de Garantía e Inmobiliario MILANNVO			
Denominación	Fideicomiso Mercantil "Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN"			
Monto de la Titularización	Hasta USD 18'000.000,00			
Monto Tramo 2	USD 2.161.501.21			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Características del Segundo tramo		Serie A	Serie B	Serie C
	Amortización de Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	Pago de Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	Tasa de Interés Fija	7,50%	8,00%	8,50%
	Plazo (Trimestres)	28	40	60
Denominación y Representación	"VTC-2-A-VOLANN", "VTC-2-B-VOLANN" y "VTC-2-C-VOLANN". Los valores son desmaterializados. El desglose mínimo será de USD 10.000.			
Tipo de Oferta	Oferta Pública Bursátil			
Cálculo de Intereses	Para efectos del cálculo de intereses se considera como año calendario 360 días y 30 días por mes.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Agente Colocador	Ventura Casa de Valores VENCASA S.A.			
Estructurador Financiero	Capital Ventura CAVENTUR S.A.			
Agente de manejo	FIDESTRUST Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A.			
Activo Titularizado	Es el conjunto de instrumentos de crédito que documentan operaciones para el financiamiento en la compra de unidades inmobiliarias, cuyos obligados con deudores seleccionados del presente tramo. Tales financiamientos pueden haber sido concedidos directamente por el originador o por el Fideicomiso de garantía e inmobiliario MILANNVO.			
Mecanismos de Garantía	La Titularización está respaldada por 5 mecanismos de garantía. Sobrecolateralización: permitirá cubrir en 1.5 veces el Índice de Siniestralidad del tramo correspondiente; Reserva Especial: consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del tramo correspondiente y no sea posible honrar los pasivos con inversionistas de ese tramo, a prorrata de su participación; Cuenta de Reserva: Consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos de tramo correspondiente; Fianza Solidaria del originador y/o el arquitecto José Antonio Fuorani Villagómez: consiste en la obligación solidaria para con el fideicomiso titularizador, antes de la emisión de cada TRAMO, cuyo objetivo será servir de garante hasta por un monto de USD 200.000,00 en caso de incumplimientos en el pago de la cartera por parte de los deudores seleccionados; Fideicomiso de Garantía e Inmobiliario: es el Fideicomiso Mercantil e Irrevocable propietario de unidades inmobiliarias, construidas o por construirse, de los conjuntos residenciales denominados "Urbanización Milann" y "Urbanización Volare", unidades inmobiliarias que generan la cartera del tramo que se va a Titularizar.			
Destino de los Recursos	Financiamiento de la construcción de Unidades Inmobiliarias "Urbanización Milann" y "Urbanización Volare", en Guayaquil.			

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

Amortización de capital y pago de intereses

A continuación se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses, correspondientes a las series vigentes de la presente Titularización:

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

SERIE B						SERIE C					
Periodo	Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Periodo	Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
	24-ene-11				902.472		09-mar-11				701.248
1	24-abr-11	14.941,10	18.049,44	32.991	887.531	1	09-jun-11	5.887	14.902	20.789	695.361
2	24-jul-11	15.239,92	17.750,61	32.991	872.291	2	09-sep-11	6.012	14.776	20.789	689.348
3	24-oct-11	15.744,39	16.900,63	32.645	856.546	3	09-dic-11	6.270	14.218	20.488	683.079
4	24-ene-12	16.049,44	16.595,59	32.645	840.497	4	09-mar-12	6.399	14.088	20.488	676.680
5	24-abr-12	16.557,46	15.759,32	32.317	823.939	5	09-jun-12	6.663	13.534	20.197	670.017
6	24-jul-12	16.867,91	15.448,87	32.317	807.072	6	09-sep-12	6.796	13.400	20.197	663.220

7	24-oct-12	17.377,69	14.628,17	32.006	789.694
8	24-ene-13	17.692,66	14.313,20	32.006	772.001
9	24-abr-13	18.179,58	13.567,92	31.748	753.822
10	24-jul-13	18.499,09	13.248,42	31.748	735.323
11	24-oct-13	18.824,21	12.923,29	31.748	716.498
12	24-ene-14	19.155,04	12.592,46	31.748	697.343
13	24-abr-14	19.491,69	12.255,81	31.748	677.852
14	24-jul-14	19.834,26	11.913,24	31.748	658.017
15	24-oct-14	20.016,31	11.975,92	31.992	638.001
16	24-ene-15	20.380,61	11.611,62	31.992	617.620
17	24-abr-15	20.594,54	11.626,70	32.221	597.026
18	24-jul-15	20.982,23	11.239,01	32.221	576.044
19	24-oct-15	21.406,74	10.772,02	32.179	554.637
20	24-ene-16	21.807,04	10.371,71	32.179	532.830
21	24-abr-16	22.077,31	10.296,94	32.374	510.753
22	24-jul-16	22.503,96	9.870,29	32.374	488.249
23	24-oct-16	22.812,33	9.740,56	32.553	465.436
24	24-ene-17	23.267,44	9.285,45	32.553	442.169
25	24-abr-17	23.847,01	8.544,91	32.392	418.322
26	24-jul-17	24.307,85	8.084,07	32.392	394.014
27	24-oct-17	24.881,24	7.368,06	32.249	369.133
28	24-ene-18	25.346,52	6.902,78	32.249	343.786
29	24-abr-18	25.816,88	6.437,40	32.254	317.969
30	24-jul-18	26.300,30	5.953,98	32.254	291.669
31	24-oct-18	26.716,38	5.643,80	32.360	264.953
32	24-ene-19	27.233,34	5.126,83	32.360	237.719
33	24-abr-19	27.699,08	4.748,44	32.448	210.020
34	24-jul-19	28.252,37	4.195,15	32.448	181.768
35	24-oct-19	28.771,58	3.744,42	32.516	152.996
36	24-ene-20	29.364,27	3.151,72	32.516	123.632
37	24-abr-20	29.969,18	2.546,82	32.516	93.663
38	24-jul-20	30.586,54	1.929,45	32.516	63.076
39	24-oct-20	31.216,63	1.299,37	32.516	31.860
40	24-ene-21	31.859,69	656,31	32.516	(0)
Total		902.472	389.071	1.291.542	

7	09-dic-12	7.066	12.850	19.916	656.155
8	09-mar-13	7.203	12.713	19.916	648.952
9	09-jun-13	7.461	12.217	19.677	641.491
10	09-sep-13	7.601	12.076	19.677	633.890
11	09-dic-13	7.744	11.933	19.677	626.145
12	09-mar-14	7.890	11.787	19.677	618.255
13	09-jun-14	7.906	12.025	19.931	610.349
14	09-sep-14	8.060	11.871	19.931	602.289
15	09-dic-14	8.087	12.091	20.178	594.201
16	09-mar-15	8.250	11.929	20.178	585.952
17	09-jun-15	8.289	12.129	20.418	577.663
18	09-sep-15	8.461	11.958	20.418	569.202
19	09-dic-15	8.705	11.583	20.289	560.497
20	09-mar-16	8.883	11.406	20.289	551.614
21	09-jun-16	8.941	11.570	20.511	542.673
22	09-sep-16	9.128	11.383	20.511	533.545
23	09-dic-16	9.440	10.858	20.298	524.105
24	09-mar-17	9.632	10.666	20.298	514.472
25	09-jun-17	9.947	10.148	20.095	504.525
26	09-sep-17	10.143	9.952	20.095	494.382
27	09-dic-17	10.316	9.826	20.141	484.066
28	09-mar-18	10.521	9.621	20.141	473.546
29	09-jun-18	10.658	9.601	20.259	462.888
30	09-sep-18	10.874	9.385	20.259	452.014
31	09-dic-18	10.986	9.447	20.433	441.028
32	09-mar-19	11.216	9.217	20.433	429.813
33	09-jun-19	11.346	9.252	20.598	418.466
34	09-sep-19	11.590	9.007	20.598	406.876
35	09-dic-19	11.840	8.758	20.598	395.036
36	09-mar-20	12.095	8.503	20.598	382.941
37	09-jun-20	12.355	8.243	20.598	370.586
38	09-sep-20	12.621	7.977	20.598	357.965
39	09-dic-20	12.893	7.705	20.598	345.072
40	09-mar-21	13.170	7.428	20.598	331.902
41	09-jun-21	13.454	7.144	20.598	318.448
42	09-sep-21	13.743	6.855	20.598	304.705
43	09-dic-21	14.039	6.559	20.598	290.665
44	09-mar-22	14.341	6.257	20.598	276.324
45	09-jun-22	14.650	5.948	20.598	261.674
46	09-sep-22	14.965	5.633	20.598	246.709
47	09-dic-22	15.288	5.310	20.598	231.421
48	09-mar-23	15.617	4.981	20.598	215.804
49	09-jun-23	15.953	4.645	20.598	199.852
50	09-sep-23	16.296	4.302	20.598	183.555
51	09-dic-23	16.647	3.951	20.598	166.908
52	09-mar-24	17.005	3.593	20.598	149.903
53	09-jun-24	17.371	3.227	20.598	132.532
54	09-sep-24	17.745	2.853	20.598	114.787
55	09-dic-24	18.127	2.471	20.598	96.659
56	09-mar-25	18.517	2.081	20.598	78.142
57	09-jun-25	18.916	1.682	20.598	59.226
58	09-sep-25	19.323	1.275	20.598	39.903
59	09-dic-25	19.739	859	20.598	20.164
60	09-mar-26	20.164	434	20.598	(0)
Total		701.248	522.089	1.223.337	

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

Estructura Legal

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”

Mediante Escritura Pública suscrita el 08 de diciembre de 2009 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón comparecieron FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador y la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA, en calidad de Fiduciaria, entre otros, con el propósito de constituir el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN”.

Mediante Escritura Pública suscrita el 15 de septiembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón comparecieron FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, el Fideicomiso de Garantía e inmobiliario MILANNVO, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A. FODEVASA, en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, entre otros, con el propósito de suscribir el aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN

Mediante Escritura Pública suscrita el 09 de noviembre de 2010 en la ciudad de Guayaquil, ante el Notario Décimo Tercero de ese Cantón, FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. en calidad de Originador, la Compañía Administradora de Fondos FODEVA S.A., FODEVASA en calidad de Fiduciaria y el Fideicomiso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN, suscribieron la rectificación y ampliación a la escritura de aporte fiduciario y definición de términos para la emisión del segundo tramo, dentro del proceso de titularización de cartera inmobiliaria VOLANN.

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado **FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN**, consiste en un Patrimonio Autónomo, dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, del Fideicomiso de Garantía Inmobiliario, de la Fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria, el cual se constituye con la finalidad de instrumentar un patrimonio de propósito exclusivo que permita emitir valores con respaldo a los activos del Fideicomiso Titularizador.

El patrimonio autónomo se integra con los recursos en efectivo aportados por el Originador, y posteriormente estará integrado por la cartera, por los flujos que entregue el fideicomiso de garantía e inmobiliario, así como también por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del presente fideicomiso titularizador.

De acuerdo al artículo 110 de la Ley del Mercado de Valores, el fideicomiso mercantil tiene un plazo de vigencia o podrá subsistir, hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. El Fideicomiso estará vigente hasta por el plazo máximo permitido por la Ley de Mercado de Valores, 80 años, es decir hasta el 08 de diciembre de 2089.

Bienes Fideicomitados y Transferencia de Dominio

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A aporta y transfiere al Fideicomiso Mercantil, a título de fideicomiso sin limitación o reserva de ninguna clase, lo siguiente:

- Aporta el valor de USD 1.000,00 mediante cheque girado a la orden del Fideicomiso titularizador.
- Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario, procederá a efectuar los endosos o cesiones, según corresponda, en cada uno de los instrumentos de crédito bajo las fórmulas “sin responsabilidad” y “por valor recibido”. Ni el originador ni la fiduciaria están en la obligación de efectuar notificación alguna a los deudores seleccionados, respecto de la transferencia de dominio de la cartera, así como las garantías constituidas sobre ésta. En lo relativo a la cobertura de pago de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario procederá a cederlas a favor del fideicomiso titularizador, conforme se estipula 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 “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN” 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 19, 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 “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”.

Análisis de la Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”

En base a la información financiera con corte al 30 de septiembre de 2020 los registros contables se encuentran perfectamente diferenciados por tramos. El Fideicomiso presentó un total de activos igual a USD 1,19 millones, que se compone principalmente de Cartera titularizada y sobrecolateral, la misma que en su porción corriente y no corriente conjuntamente representó el 52,43% de los activos totales. Por su parte, los pasivos financiaron a los activos en un 70,93%, y se componen principalmente por títulos de ambos tramos, pues su porción corriente y no corriente conjuntamente representó el 58,22% de los activos totales. En cuanto al patrimonio, incluye principalmente aportes en efectivo por el 19,40% de los activos, los resultados acumulados representaron el 29,83% de los activos.

Colocación de los valores y Pago de Dividendos

Con fecha 16 de noviembre de 2010, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó el segundo tramo del proceso de titularización desarrollado mediante el Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN, por la suma de USD 2,16 millones, bajo la Resolución No. Q.IMV.2010.4933, siendo inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 19 de noviembre de 2010. El plazo de la oferta pública de la titularización venció el 16 de agosto de 2011.

La primera colocación de los títulos de la Serie A se realizó el 23 de diciembre de 2010, de la Serie B el 24 de enero de 2011 y de la Serie C el 09 de marzo de 2011.

Al 30 de septiembre de 2020 el segundo tramo de la titularización presentó un saldo de capital de USD 0,42 millones perteneciente a la Serie B y C, luego de haber pagado de manera oportuna los dividendos a los inversionistas.

Situación actual del Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN¹

Conforme información de la Fiduciaria, a lo largo del año 2019, hasta septiembre 2020, el fideicomiso no recibió aportes de cartera adicionales y tampoco restituyó cartera al originador.

¹ Según el último informe de la Fiduciaria, a junio de 2019, el fideicomiso cuenta con un Comité de Vigilancia. El mismo informe menciona que continúan pendientes valores de gastos que deben ser entregados al fideicomiso en calidad de reposición y que se encuentran pendientes para el periodo agosto 2014 – agosto 2016.

Con respecto al flujo de la cartera, desde enero de 2019 hasta septiembre de 2020 el Fideicomiso recaudó USD 0,26 millones (capital más interés y seguros, correspondientes a la recuperación de la cartera entregada al Fideicomiso) y no restituyó valores al originador.

CUADRO 4: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES DE FLUJO (USD)

Período	Recaudaciones Flujo	Restituciones Flujo
ene-19	19.100,87	-
feb-19	-	-
mar-19	19.582,34	-
abr-19	13.180,31	-
may-19	12.671,73	-
jun-19	14.063,95	-
jul-19	21.511,61	-
ago-19	17.147,23	-
sep-19	15.243,61	-
oct-19	12.850,68	-
nov-19	20.669,21	-
dic-19	17.213,39	-
ene-20	6.567,12	-
feb-20	6.754,75	-
mar-20	12.377,32	-
abr-20	5.414,02	-
may-20	11.015,69	-
jun-20	5.374,20	-
jul-20	5543,05	-
ago-20	6.886,96	-
sep-20	19.598,05	-
Total	257.223,04	-

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al 30 de septiembre de 2020, el saldo de capital de la cartera titularizada, incluyendo las inversiones correspondientes al Segundo Tramo a esa misma fecha, sumaron un total de USD 0,57 millones, monto que cubre en 136,34% el saldo de capital por pagar a los inversionistas de la titularización.

CUADRO 5: SALDO DE CARTERA TITULARIZADA VS. PROVISIÓN (USD)

Concepto	sep-20
Saldo de Capital Cartera Titularizada	297.065,34
Inversiones Segundo Tramo	277.000,00
Total	574.065,34
Saldo de Capital por Pagar a Inversionistas	421.041,23
Saldo de Cartera / Capital por pagar	136,34%

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating

Mecanismos de Garantía

La Titularización está respaldada por 5 mecanismos de garantía.

Sobrecolateralización: permitirá cubrir en 1,5 veces el Índice de Siniestralidad del tramo correspondiente. Una vez que esté completamente integrada la cuenta de reserva en cada tramo, ésta permitirá cubrir por sí sola en 1,5 veces el índice de siniestralidad del tramo correspondiente.

- Al 30 de septiembre de 2020, el saldo de capital de la cartera sobrecolateral del segundo tramo alcanzó USD 75,35 mil, monto que cubre el 1,5 veces el índice de siniestralidad.

Reserva Especial: consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del tramo correspondiente y no sea posible honrar los pasivos con inversionistas de ese tramo, a prorrata de su participación.

- Al 30 de septiembre de 2020, la fiduciaria reportó un saldo de USD 703,95.

Cuenta de Reserva: Consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso titularizador enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos de tramo correspondiente.

- Al 30 de septiembre de 2020, la fiduciaria reportó un saldo de USD 124.436,04.

Fianza Solidaria del originador y/o el arquitecto José Antonio Fuorani Villagómez: consiste en la obligación solidaria para con el fideicomiso titularizador, antes de la emisión de cada Tramo, cuyo objetivo será servir de garante hasta por un monto de USD 200.000,00 en caso de incumplimientos en el pago de la cartera por parte de los deudores seleccionados.

- Al 30 de septiembre de 2020, la fiduciaria reportó que no se ha sido necesario utilizar este mecanismo.

Fideicomiso de Garantía e Inmobiliario: es el Fideicomiso Mercantil e Irrevocable propietario de unidades inmobiliarias, construidas o por construirse, de los conjuntos residenciales denominados “Urbanización Milann” y “Urbanización Volare”, unidades inmobiliarias que generan la cartera del tramo que se va a titularizar.

- Al 30 de septiembre de 2020, la fiduciaria reportó que este mecanismo se encuentra operativo y no fue utilizado.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta el Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”, 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 siniestralidad y, como se indicó anteriormente, cubrirían hasta una suma preestablecida del pago de los valores emitidos frente a mayor siniestralidad, conforme lo estipula la estructuración financiera de la titularización.

Cobertura sobre el índice de siniestralidad:

Tomando en cuenta los escenarios probables de la titularización, la estructuración determinó los flujos de los inversionistas y el de los deudores seleccionados, en el plazo de la vigencia de la titularización. Con estas proyecciones determinó la diferencia del promedio de cada flujo y dio como resultado el exceso de flujo esperado por diferencial de tasas que asciende a USD 0,63 millones, como se detalla en el siguiente cuadro:

CUADRO 6: EXCESO DE FLUJO ESPERADO (USD)

Probabilidad de Ocurrencia por escenario	Escenario			PROMEDIO PONDERADO
	Pesimista	Probable	Optimista	
	30%	50%	20%	
Flujo Nominal Promedio Mensual durante 180 meses ajustados por operación individual	3.881.156,27	3.869.595,10	4.000.038,15	3.899.152,06
Pagos totales de la emisión de valores (Capital + Intereses)	3.316.772,76	3.231.488,88	3.308.445,51	3.272.465,37
Flujo esperado por diferencial de tasas				626.686,69

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Tomando en cuenta estos datos se establecieron las coberturas ampliamente descritas en el reglamento de gestión y el contrato de fideicomiso de la titularización. Todo esto con la finalidad de brindar una seguridad plena al inversionista sobre el continuo flujo que genera el repago de los títulos emitidos por fideicomiso.

Las garantías y coberturas que amparan los créditos que serán objeto de la emisión de valores de la presente Titularización se encuentran detalladas ampliamente en el Reglamento de Gestión.

Para determinar la cobertura la estructuración tomó el monto del tramo correspondiente y lo multiplicó por el Índice de Siniestralidad, el resultado de esto es el cálculo del índice, el cual por ley debe estar cubierto como mínimo 1,5 veces. Por ello se dividió cada mecanismo de garantía para el cálculo de índice y el resultado es el número de veces con que se encuentra cubierto el Índice de Siniestralidad.

Este Índice de siniestralidad está cubierto con los mecanismos de garantía planteados por el originador. Tomando en cuenta el monto total de la titularización para el 2do Tramo, se observa que cada mecanismo de garantía cubre en más de 1,5 veces el Índice de Siniestralidad.

Asamblea

La Asamblea consiste en la reunión de los inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un inversionista, distinto del beneficiario. La Primera Asamblea, con el carácter de ordinaria, se reunirá dentro de los sesenta días posteriores a la fecha de la primera colocación de valores del segundo tramo a través del mercado bursátil. Al efecto, la Fiduciaria realizará una convocatoria para conocer y resolver sobre:

- La designación de tres miembros para que integren el comité de vigilancia;
- La asignación de funciones de Presidente, vicepresidente y secretario del comité de vigilancia a los miembros de dicho comité.

La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar 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.
- Conocer y resolver sobre la sustitución de la Fiduciaria.
- Designar al nuevo Administrador de Cartera, cuando a la fiduciaria no le haya sido posible, por cualquier motivo, contratar al nuevo Administrador de Cartera de conformidad con los términos señalados en el numeral SIETE.UNO.DOS.TRES. , de la cláusula séptima del Fideicomiso Titularizador.
- En general todos los asuntos que le corresponda conocer y resolver por disposición legal o reglamentaria.

Según información proporcionada por la Fiduciaria, la Asamblea de Inversionistas designó a los miembros del Comité de vigilancia.

Comité de Vigilancia

El Comité de Vigilancia estará compuesto por un mínimo de tres y un máximo de doce miembros designados a razón de tres miembros por los inversionistas de cada tramo. 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 de Inversionistas del Segundo tramo. La Fiduciaria informará a la Superintendencia de Compañías sobre los nombres, domicilios, hojas de vida y demás datos relevantes sobre las personas designadas como miembros del comité de vigilancia y las funciones a ellos asignadas.

El Comité de Vigilancia tiene las siguientes obligaciones y atribuciones:

- Vigilar e informar a los inversionistas y a la Superintendencia de Compañías, sobre el cumplimiento o no de las normas legales, reglamentarias y contractuales aplicables al Fideicomiso Titularizador y/o a la Titularización. Los casos de incumplimiento deberán ser informados a la Superintendencia de Compañías, como hechos relevantes, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha en que el Comité de Vigilancia los haya detectado, o en el plazo que determinen las resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- Informar a la Asamblea, al vencimiento del plazo de todos los valores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.
- Comprobar que la Fiduciaria cumpla en la administración del Fideicomiso Titularizador 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 los que considere oportuno.
- Autorizar reformas al Fideicomiso Titularizador y al Reglamento de Gestión propuestas por la fiduciaria, cuando ellas no afecten a los derechos de los Inversionistas. Los integrantes del comité de Vigilancia no percibirán remuneración alguna por su gestión.

Como ya se mencionó, el Comité de Vigilancia fue designado por la Asamblea de inversionistas.

Al 30 de septiembre, no se ha reunido el comité de vigilancia.

Punto de Equilibrio

Tanto la Fiduciaria como el originador no consideran necesario la existencia de un punto de equilibrio de colocación mínima de valores.

El Fideicomiso colocó el primer valor el 23 de diciembre de 2010.

Experiencia del Administrador Fiduciario

Administradora de Negocios Fiduciarios Fitrust S.A es un equipo profesional y altamente calificado en estructurar productos Fiduciarios facilitadores de negocios con agilidad, eficiencia y objetividad.

Su misión es contribuir con gestión y experiencia, a ser una herramienta decisiva en la consecución de los objetivos de sus clientes.

Fides Trust es una administradora de Negocios Fiduciarios sólida, reconocida siempre por su calidad y valor agregado convirtiéndose en la mejor opción de servicios en su rama en el Ecuador, su interés es brindar el mejor servicio a cada uno de sus clientes, es por eso que en base a sus necesidades diseñan el negocio fiduciario que se ajuste a las mismas, dentro de un marco de transparencia, legalidad y seguridad, ofreciéndoles oportunamente las alternativas y soluciones que les permitan que sus proyectos se conviertan en realidad.

Dentro de sus principales productos están:

- Encargo fiduciario
- Fideicomisos de Administración
- Fideicomisos de Garantías
- Fideicomisos Inmobiliarios
- Fideicomisos para procesos de titularización

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 19, 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

La cartera aportada al fideicomiso constituye el conjunto de instrumentos de crédito que documentan operaciones para el financiamiento en la compra de unidades inmobiliarias, cuyos obligados con deudores seleccionados del presente tramo. Tales financiamientos pueden haber sido concedidos directamente por el originador o por el Fideicomiso de garantía e inmobiliario MILANNVO.

Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario, procederá a efectuar los endosos o cesiones, según corresponda, en cada uno de los instrumentos de crédito bajo las fórmulas “sin responsabilidad” y “por valor recibido”. Ni el originador ni la fiduciaria están en la obligación de efectuar notificación alguna a los deudores seleccionados, respecto de la transferencia de dominio de la cartera, así como las garantías constituidas sobre ésta. En lo relativo a la cobertura de pago de la cartera del tramo correspondiente, el Originador y/o el fideicomiso de garantía e inmobiliario procederá a cederlas a favor del fideicomiso titularizador, conforme se estipula en el contrato de fideicomiso.

De acuerdo a información proporcionada por la Fiduciaria, dentro de la cartera titularizada en su Segundo Tramo, con corte al 30 de septiembre de 2020, constan 17 operaciones crediticias vigentes para financiar la

compra de inmuebles correspondientes al Fideicomiso de garantía e inmobiliario MILANNVO, pertenecientes al segmento inmobiliario, si se considera como parámetro las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos del Ecuador.

CUADRO 7: DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA POR CLASE (Al 30 de septiembre de 2020)

Cartera Titularizada	# Operaciones	% operaciones	Saldo Capital	%
Inmobiliario	17	100%	297.065,34	100%

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al evaluar las operaciones en base al monto inicial de capital, a la fecha de aportación al Segundo Tramo, se pudo establecer que al 30 de septiembre de 2020, existió un total de 17 operaciones con montos iniciales que oscilan entre USD 700,56 como valor mínimo y USD 49.833,50 como valor máximo, de las cuales la mayor proporción, en cuanto a cantidad de operaciones, se concentró en los rangos de más de USD 20.501 hasta USD 25.500, con el 35,29% del número total de operaciones.

CUADRO 8: DISTRIBUCIÓN DE CARTERA POR MONTO INICIAL (Al 30 de septiembre de 2020)

Saldo de Capital	# Operaciones	% operaciones	Saldo Capital	%
Más de 5.00 hasta 5.500	3	17,65%	4.781,30	1,61%
Más de 5.501 hasta 10.500	3	17,65%	23.797,39	8,01%
Más de 10.501 hasta 15.500	1	5,88%	12.926,11	4,35%
Más de 15.501 hasta 20.500	2	11,76%	36.496,76	12,29%
Más de 20.501 hasta 25.500	6	35,29%	136.844,21	46,07%
Más de 30.501 hasta 35.500	1	5,88%	32.386,07	10,90%
Más de 45.501	1	5,88%	49.833,50	16,78%
Total Cartera	17	100,00%	297.065,34	100,00%

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating

Las 17 operaciones de la cartera titularizada, con corte al 30 de septiembre de 2020, fueron concedidas a plazos que fluctúan entre 80 y 180 meses, donde se evidencia que el 47,06% de las operaciones fueron concedidas a un plazo de 180 meses, y que a su vez representan el 63,57% del saldo de capital total de la cartera.

CUADRO 9: DISTRIBUCIÓN DE CARTERA POR SALDO DE CAPITAL (Al 30 de septiembre de 2020)

Plazo Original	# Operaciones	% operaciones	Saldo Capital	%
80	1	5,88%	12.926,11	4,35%
99	1	5,88%	16.896,66	5,69%
118	1	5,88%	1.336,93	0,45%
120	3	17,65%	10.123,74	3,41%
140	1	5,88%	7.326,44	2,47%
150	1	5,88%	9.791,58	3,30%
156	1	5,88%	49.833,50	16,78%
180	8	47,06%	188.830,38	63,57%
Total Cartera	17	100,00%	297.065,34	100,00%

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating

Metodología de Cálculo para el Índice de Siniestralidad

Con el fin de mitigar el riesgo en la generación de los flujos de caja que soportan esta titularización, se realizó un estudio del comportamiento de la cartera de Furoani Obras y Proyectos para determinar las variables que afectan a su cobranza.

Se tomó la cartera histórica de los últimos 3 años, específicamente desde junio de 2008 para evaluar la morosidad y no pagos por parte de clientes. Dentro de la muestra se comprobó que Furoani Obras y Proyectos ha contado con cartera muy sana. Ningún cliente ha hecho default en su deuda durante el periodo de la muestra, así mismo presenta niveles de morosidad de 30 y 60 días bastante bajos. A pesar de los resultados de las muestras tomadas, se decidió incluir una probabilidad de default en base a históricos de otras titularizaciones con el fin de tener un análisis más ácido de siniestralidad. Un esquema similar se tomó para los índices de morosidad. Esto dio como resultado los siguientes indicadores en cuanto a default y morosidad.

CUADRO 10: DEFAULT DE MOROSIDAD

Probabilidad de Ocurrencia	20,0%	50,0%	30,0%
Default	1,00%	2,00%	3,00%
Morosidad 30 días	1,00%	2,00%	3,00%
Morosidad 60 días	1,00%	2,00%	3,00%
Morosidad 90 días	0,50%	1,00%	2,00%
Morosidad 180 días	0,00%	0,50%	1,00%

Fuente: Reforma Volann Segundo Tramo/ Elaboración: Class International Rating

Basándonos en esta información, la estructuración financiera determinó el índice de siniestralidad. Para determinar este índice para el segundo tramo de emisión, se recopiló información tanto del Originador como de la cartera como se detalla a continuación.

El Originador aporta a este Segundo Tramo de titularización, cartera nueva en la cual solo ha recaudado el 30% de cuota de entrada, para financiar el 70% restante del valor de la vivienda, con lo cual se conforma el monto a titularizar y el monto sobre colateral. Es por ello que para determinar el índice de siniestralidad, se han realizado las proyecciones estadísticas necesarias para determinar las probabilidades de disminución de flujos a recaudar, que podrían afectar la titularización en diferentes escenarios.

Basados en la cartera histórica del Originador y en los flujos de la cartera que se aporta al Fideicomiso Titularizador, se analizaron los pagos mensuales de los deudores seleccionados ajustando el pago en base a sus probabilidades de ocurrencia de morosidad y default en cada escenario, y con esto determinamos un promedio mensual del mismo para el plazo de la titularización. La totalidad del flujo ajustado en promedio dio una desviación standard para cada escenario y la división de ambos promediados dio finalmente un índice de Siniestralidad de 2,40% como se refleja en el siguiente cuadro.

CUADRO 11: ÍNDICE DE SINIESTRALIDAD PONDERADO (USD)

Probabilidad de Ocurrencia por escenario	Escenario			PROMEDIO PONDERADO
	Pesimista	Probable	Optimista	
	30%	50%	20%	
Flujo Nominal Promedio Mensual durante 180 meses ajustados por operación individual	586,28	592,73	599,12	592,07
Desviación Standard del Flujo Nominal Promedio Mensual, durante 180 meses, ajustado por operación individual	20,41	13,51	6,68	14,21
Índice de Siniestralidad = Desviación Standard/Flujo Nominal Promedio				2,40%

Fuente: Reforma Volann Segundo Tramo/ Elaboración: Class International Rating

Análisis de Escenarios

La estimación de los flujos futuros que generaría la cartera titularizada, definida por la estructuración financiera, para el escenario probable se resume en el siguiente cuadro.

CUADRO 12: ESCENARIO PROBABLE (USD)

Trim.	Saldo cartera	Saldo Emisión	Flujo Ingresos Op.	Flujo Costos Operativos	Flujo Acumulado Garantías	Cobertura Garantías sobre	
						Saldo Cartera	Pago Emisión
0	3.869.595,10	2.161.501,21	2.216.211,58	114.242,88	404.457,30	18,7%	
1	3.778.615,85	2.126.555,78	12.470,63	1.165,82	216.619,98	10,2%	2,76
2	3.687.636,60	2.090.920,16	24.941,26	3.661,37	225.669,59	10,8%	2,87
3	3.598.660,29	2.052.617,92	38.934,83	1.166,68	235.986,15	11,5%	3,15
4	3.509.683,99	2.013.659,04	52.928,41	8.260,93	245.239,68	12,2%	3,28
5	3.420.498,97	1.974.143,88	68.940,28	1.146,77	256.458,09	13,0%	3,41
6	3.331.313,96	1.933.945,34	80.952,15	3.891,74	266.610,90	13,8%	3,55
7	3.241.928,85	1.893.159,89	94.982,13	1.136,64	278.725,46	14,6%	3,67
8	3.152.543,74	1.851.602,54	109.012,12	5.131,33	286.771,72	15,5%	3,81
9	3.062.967,38	1.009.545,82	14.047,84	1.126,19	187.764,24	10,4%	2,49
10	2.973.391,04	1.766.688,03	28.095,68	3.870,84	197.697,73	11,2%	2,62
11	2.883.632,53	1.723.176,45	42.161,03	1.115,40	207.585,97	12,0%	2,74
12	2.793.874,02	1.678.892,71	56.226,38	4.993,11	217.400,08	12,9%	2,87
13	2.703.942,68	1.633.919,13	14.082,41	1.104,24	170.938,65	10,5%	2,25

14	2.614.011,34	1.588.140,65	28.164,82	3.848,52	180.626,33	11,4%	2,38
15	2.523.916,73	1.541.634,33	42.263,76	1.092,70	190.260,66	12,3%	2,50
16	2.433.822,12	1.494.288,69	66.362,70	4.845,43	199.814,41	13,4%	2,63
17	2.343.574,07	1.446.175,10	14.114,83	1.080,77	152.947,64	10,6%	2,01
18	2.253.326,01	1.397.185,93	28.229,66	3.824,65	162.359,51	11,6%	2,13
19	2.162.934,57	1.347.386,55	42.359,64	1.068,42	171.708,75	12,7%	2,25
20	2.072.543,13	1.296.673,38	56.489,63	4.687,34	180.970,27	14,0%	2,37
21	1.982.018,52	1.245.105,39	14.144,30	1.055,64	133.674,42	10,7%	1,75
22	1.891.494,11	1.192.583,40	28.288,61	3.799,07	142.776,61	12,0%	1,87
23	1.800.847,12	1.139.159,49	42.446,28	1.042,39	151.805,60	13,3%	1,98
24	1.710.200,13	1.084.739,19	56.603,96	4.517,79	180.738,93	14,8%	2,10
25	1.619.441,48	1.029.367,25	14.710,01	1.028,67	112.989,26	11,0%	1,48
26	1.528.682,83	972.954,24	28.340,01	3.771,62	121.743,62	12,5%	1,59
27	1.437.023,63	915.537,10	42.524,19	1.014,44	130.412,75	14,2%	1,70
28	1.346.964,42	857.031,77	56.702,37	4.336,63	138.977,42	16,2%	1,81
29	1.280.693,77	819.334,97	11.381,46	1.002,42	90.037,61	11,0%	1,64
30	1.214.423,11	780.095,57	22.752,91	3.747,61	97.728,88	12,5%	1,78
31	1.148.071,79	741.745,38	34.154,35	992.072,00	105.361,91	14,2%	1,92
32	1.081.720,48	701.818,07	45.545,80	4.211,45	112.920,33	16,1%	2,05
33	1.015.296,61	661.139,93	11.400,43	982,64	74.869,86	11,3%	1,36
34	948.872,75	619.648,23	22.800,86	3.727,46	82.287,09	13,3%	1,50
35	882.384,66	577.363,31	34.209,18	972,17	89.636,06	15,5%	1,63
36	815.896,58	534.226,35	45.617,51	4.077,38	96.903,24	18,1%	1,76
37	749.352,79	490.251,33	11.415,05	961,28	58.479,18	11,9%	1,06
38	682.809,00	445.383,60	22.830,11	3.705,67	65.586,93	14,7%	1,19
39	616.218,23	399.630,33	34.250,62	949,96	72.615,13	18,2%	1,32
40	549.627,46	352.941,37	45.671,14	3.932,35	79.553,51	22,5%	1,44
41	522.256,57	338.627,60	5.477,69	942,33	37.985,94	11,2%	1,74
42	494.885,69	324.006,43	10.955,38	3.690,50	42.060,00	13,0%	1,92
43	467.480,96	309.091,15	16.438,19	936,54	46.110,95	14,9%	2,10
44	440.076,23	293.853,34	21.921,01	38.850,80	50.130,93	17,1%	2,29
45	412.641,00	278.304,17	5.487,42	934,79	32.204,62	11,6%	1,47
46	385.205,76	262.416,43	10.974,84	3.682,80	36.166,82	13,8%	1,65
47	357.743,42	246.199,04	16.466,31	930,77	40.101,42	16,3%	1,83
48	330.281,08	229.626,00	21.957,78	3.833,70	44.001,89	19,2%	2,00
49	302.795,15	212.704,09	5.494,93	926,59	25.914,52	12,2%	1,18
50	275.309,22	195.408,53	10.989,86	3.674,43	29.749,08	15,2%	1,35
51	247.803,30	177.743,31	16.487,61	922,22	33.550,97	18,9%	1,52
52	220.297,37	159.685,49	21.985,37	3.777,75	37.315,18	23,4%	1,70
53	192.775,12	141.236,11	5.499,91	917,65	19.058,58	13,5%	0,87
54	165.252,88	122.373,94	10.999,82	3.665,30	22.747,71	18,6%	1,03
55	137.718,09	103.096,97	16.501,17	912,89	26.398,48	25,6%	1,20
56	110.183,31	83.385,79	22.002,52	3.716,71	30.007,56	36,0%	1,36
57	82.639,84	63.235,14	5.502,04	907,90	11.572,61	18,3%	0,53
58	55.096,38	42.627,57	11.004,07	3.655,33	15.096,32	25,4%	0,68
59	27.548,19	21.554,28	16.506,00	902,69	18.575,21	86,2%	0,84
60	0,00	0,00	22.007,93	3.650,00	22.007,93		1,00

Fuente y Elaboración: Estructuración Financiera

Luego del análisis y estudio realizado a la capacidad de la cartera para generar flujos, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que la cartera tiene una adecuada aptitud para general flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado, por lo tanto, la cartera brindaría flujos suficientes para cubrir en forma adecuada con 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 presentadas 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 19, 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:

El Originador transfirió oportunamente la cartera inicial al Segundo Tramo del Fideicomiso Mercantil “Fideicomiso de Titularización de Cartera Inmobiliaria VOLANN”, misma que correspondió a cartera de crédito inmobiliario y ascendió a una suma superior a los USD 2,16 millones aprobados para el Segundo Tramo de la titularización.

Al 30 de septiembre de 2020, el saldo de capital de la cartera sumado a las inversiones del segundo tramo, fue superior al saldo de capital de la emisión, pues su cobertura fue de 136,34%.

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 Artículo 5, numeral 4, literal b, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de 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.

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 calificadora 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, la cartera transferida 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 la cartera de FUORANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., 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 presente titularización de cartera, 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 cartera 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, la misma que cubre hasta determinado monto de pagos. 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 tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9 % en el 2020 (en 2021 crecería en 6,3%). Se trata de la segunda peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9 % (en 2021 crecería en 6,5%). La cifra para Ecuador es mucho más desalentadora que la que había anunciado el Banco Mundial y que era del -7,4 %. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%².

Para Estados Unidos, el FMI calcula un decrecimiento del 4,3% en 2020 y un crecimiento de 3,1% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento a la baja (-8,3% en 2020 y +5,2% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 1,7% en 2020 y crecerían en 8,0% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 8,1% y +3,6% en 2021³.

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas.⁴

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a septiembre 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	107,436	Variación anual PIB (t/t-4) II Trimestre 2020	-12,4%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (septiembre 2020)	59,89%	Inflación mensual (septiembre 2020)	-0,16%
Balanza Comercial Total (millones USD) septiembre 2020	2.366,7 (Superávit)	Inflación anual (septiembre 2020)	-0,90%
Reservas Internacionales (millones USD septiembre 2020)	3.443	Inflación acumulada (septiembre 2020)	-0,71%
Riesgo país (12 nov 2020) ⁵	1.000 puntos	Remesas (millones USD) IT 2020	721,17
Precio Barril Petróleo WTI (USD 30 septiembre de 2020)	40,22	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2020)	4,95%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Dadas las duras condiciones económicas que está atravesando el país, en el segundo trimestre de 2020 el PIB mostró una tasa de variación negativa de 12,4%, en relación al segundo trimestre de 2019 (t/t-4) y una tasa de -10,0% respecto al trimestre anterior (t/t-1). Esto implica que este año sería el peor de la historia ecuatoriana desde que se registran datos, incluso en la gran depresión, cuando el punto más bajo fue en 1933 (-4,2%) o la crisis bancaria de 1999, que llegó a -4,77%. Esto implica un deterioro en prácticamente todas las industrias, siendo la más afectada la de alojamiento y comidas, con -33,9%, junto con

² <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

³ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

⁵ <https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/2011010922/OpenDocument/pendoc/openDocument.faces?loginSuccessful=true&shareId=0>

la reducción de la oferta y demanda agregada⁶.

El **Riesgo País** registró a 1.000 puntos al 12 de noviembre de 2020. 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 interés⁷.

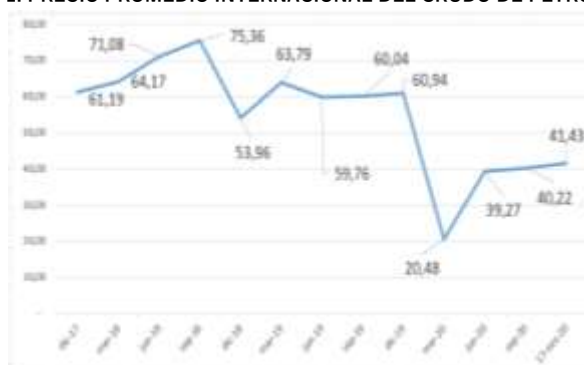
Para septiembre de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.291,6 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 16.295,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para septiembre de 2020 alcanzaron USD 14.658,2 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019 (USD 16.689,3 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta septiembre de 2020 arrojaron una suma de USD 10.908,4 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.749,8 millones.

Hasta septiembre de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 2.366,7 millones, USD 1.973,10 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.808,4 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 558,3 millones⁸.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 30 de septiembre de 2020 ascendió a USD 40,22. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo⁹.

GRÁFICO 1: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.¹⁰

El total de **recaudación tributaria bruta** a octubre de 2020 sumó USD 10.328,13 millones, siendo un 15,03% inferior a lo registrado en el año anterior (USD 12.154,53 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a octubre de 2020 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.448,64 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.827,97 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas

⁶ <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/de-gris-oscuro-pinta-el-panorama-para-la-economia-nacional>.

⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-reestructuracion-deuda-bonos.html>.

⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

¹⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

(ISD) con USD 799,05 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 594,58 millones¹¹.

La **inflación mensual** a septiembre de 2020 registró una variación negativa de 0,16%, mientras que la variación **anual** fue de -0,90% y la **acumulada** fue de -0,71%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, prendas de vestir y calzado, y educación)¹².

En referencia al **salario nominal promedio**, para octubre 2020, se fijó en USD 466,63¹³; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. 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 447,51 a octubre de 2020¹⁴. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2020, ésta se ubicó en USD 710,74¹⁵, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 105,06% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8 % en diciembre de 2019 a 6,6 % a septiembre de 2020. La tasa de **empleo adecuado**¹⁶ pasó de 38,8% en diciembre de 2019 a 32,1% a septiembre 2020, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 23,4% en ese mismo orden.¹⁷

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**¹⁸, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita¹⁹.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 6,07% para noviembre de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,83%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,76%²⁰. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a septiembre de 2020 alcanzó la suma de USD 60.493,0 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 27.283,2 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 17.850,4 millones²¹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, Durante el tercer trimestre de 2020, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos productivos y más restrictivos para los créditos de Vivienda y Microcréditos. Para el segmento de Consumo el saldo fue nulo. Las cooperativas de ahorro y crédito entre julio y septiembre de 2020, fueron más restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, mientras que para créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo²².

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica²³

¹¹ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

¹² <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁴ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

¹⁵ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Octubre-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_oct_2020.pdf

¹⁶ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

¹⁷ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-septiembre-2020/>

¹⁸ 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

¹⁹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

²² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2020.pdf>

²³ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2020 totalizó USD 721,17 millones, cifra inferior en 2,04% con respecto al primer trimestre de 2019 (USD 736,21 millones). El decremento se atribuye a la emergencia sanitaria generada por el covid-19 en Estados Unidos, España e Italia²⁴.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2020 fueron de USD 90,84 millones; monto inferior en 67,63% al registrado en su similar periodo en el 2019, en donde alcanzó USD 280,60 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Inglaterra, Alemania, China, entre otros²⁵.

Para septiembre de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 40.430,49 millones, cifra similar a la reportada en agosto de 2020, cuando fue de USD 40.502,01 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)** a septiembre de 2020 fue de USD 17.373,69 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de septiembre de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 59,89% del PIB²⁶ superando significativamente el límite del 40% del PIB.²⁷

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no registrará el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal²⁸.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 3.443,0 millones en septiembre de 2020. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** a octubre de 2020²⁹ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en SD “a falta de pocas perspectivas de recuperación”. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. El acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en RD, calificación que significa “a falta de pocas perspectivas de recuperación”. Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 29 de agosto de 1974, ante el doctor Gustavo Falconí Ledesma, Abogado y Notario del cantón Guayaquil, se constituyó la compañía bajo la denominación “Obras y Proyectos Furoiani C. Ltda.”; sin embargo, años más tarde, con fecha 04 de enero de 1983, la compañía se transformó en compañía anónima bajo la razón social “FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A”, aumentando su capital social y reformando sus estatutos. El plazo de duración de la compañía se encuentra establecido en ciento veinte años contados desde la fecha de inscripción en el Registro Mercantil.

Mediante resolución de la Superintendencia de Compañías No. SCVS-INC-DNASD-SAS-15-0001228 con fecha de 29 de abril del 2015, se aprobó la fusión por absorción con la compañía Euroconstru S.A. y posteriormente con

²⁴ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-remesas-banco-central-emergencia.html>

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

²⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21-10-2019.pdf>

²⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

²⁸ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-19-07-2019.pdf>

²⁹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

fecha 31 de diciembre de 2015 mediante resolución No. SCVS-INC-DNASD-SAS-15-0004810, se aprobaron las fusiones por absorción con las compañías Ciudad Santiago S.A. y Otrivin S.A.

Su objeto social principal, es la industria de la construcción de edificios, ciudadelas, urbanizaciones, carreteras, y plantas industriales, estudios, proyectos, diseños, planificaciones y en general todo tipo de actividad correspondiente a la ingeniería o a la arquitectura, sea cual fuere la modalidad de contratación de cualquiera de estas actividades.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A es una organización que comenzó a desarrollar actividades en la ciudad de Guayaquil en el año 1963, contando con el respaldo el estudio profesional del Arq. José Furoiani Villagómez, a lo largo de los años, paulatinamente debido a la alta demanda de sus servicios, fue incrementando su ritmo de trabajo, hasta que a fines de 1974 se constituyó como empresa jurídicamente establecida.

Las obras terminadas o en vías de ejecución de la compañía, se han realizado en distintas ciudades del litoral ecuatoriano tales como: Manta, Bahía, Portoviejo, Chone, Milagro, Salinas, Machala, Esmeraldas, además de ciudades como Cuenca y Quito, resaltando que la mayor parte de sus obras se concentran en la ciudad de Guayaquil. Entre los principales proyectos en ejecución se encuentran los siguientes:

CUADRO 14: DETALLE DE OBRAS EN EJECUCIÓN

Tipo	Obra	Ubicación	Avance	Fecha Finalización
Habitacional	Ciudad Santiago VIII	Vía a Daule	100,00%	Finalizado
Habitacional	Ciudad Santiago XI	Vía a Daule	70,00%	jun-21
Habitacional	Ciudad Santiago XII	Vía a Daule	15,00%	dic-21
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 13	Vía a Daule	5,00%	feb-23
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 14	Vía a Daule	0,00%	dic-23
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 15	Vía a Daule	0,00%	dic-24
Habitacional	Ciudad Santiago Etapa 16	Vía a Daule	0,00%	dic-25
Habitacional	Marenostro	Ruta del Sol (Playa Barandúa)	95,00%	jun-21
Habitacional	Napoli	Vía a Samborondón	100,00%	Finalizado
Habitacional	Citavento - Piamonte	Vía a Samborondón	6,00%	ago-22
Habitacional	Cittavento – Sector 1	Vía a Samborondón	0,00%	may-23
Habitacional	Cittavento – Sector 5	Vía a Samborondón	0,00%	feb-24
Habitacional	Palmetto	Salinas - San Lorenzo	2,00%	oct-22

Fuente/Elaboración: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Asimismo, de acuerdo a la información proporcionada por la administración de la compañía, existen algunos proyectos futuros, los mismos que se detallan a continuación:

CUADRO 15: PROYECTOS EN ESTUDIO DE FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

Tipo	Obra	Ubicación
Habitacional	Alaguna	Punta Barandua
Habitacional	Riva	Samborondón
Habitacional	Elements	Salinas
Comercial	Ciudad Santiago Et. X Centro Comercial	Guayaquil
Comercial	Plaza Tia	Duran
Industrial	La Fabril - Oficinas	Montecristi-Manabí
Hotelería	Hotel Montecristi Golf	Montecristi-Manabí
Comercial	Beach Club Montecristi	Montecristi-Manabí
Habitacional	Villas Montecristi Golf	Montecristi-Manabí

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Desde su constitución, con el respaldo y colaboración de prestigiosos profesionales y el apoyo de los clientes de la empresa, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se ha mantenido en incesante avance en lo técnico, profesional y financiero, a la par con las demandas de los complejos problemas tecnológicos y sociales de la actualidad. Adicionalmente, la empresa cuenta con muchas firmas acreditadas de profesionales especializados para asesoría específica en alta tecnología que complementan y perfeccionan el éxito final de sus realizaciones.

Es preciso mencionar que el principal canal de ventas de las unidades inmobiliarias son los asesores de ventas, luego internet y anuncios publicitarios diarios, también cuentan con vallas de publicidad cerca de los proyectos

comercializados, participación en las principales ferias de la construcción. La compañía desarrolla sus actividades teniendo presente la investigación e innovación tecnológica.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. al 30 de septiembre de 2020, presentó un capital suscrito y pagado que asciende a USD 4.509.102,00, el mismo que se encuentra conformado por 4.509.102 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. La propiedad se encuentra concentrada en Ana María de Lourdes Furoiani Zambrano con el 37,54% como se muestra a continuación:

CUADRO 16: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	%
FUROIANI VILLAGOMEZ JOSE ANTONIO	1.143.692,00	25,36%
FUROIANI ZAMBRANO ANA MARIA DE LOURDES	1.692.816,00	37,54%
FUROIANI ZAMBRANO JOSE LUIS	1.131.221,00	25,09%
FUROIANI ZAMBRANO JUAN JOSE	131.004,00	2,91%
ZAMBRANO GARCIA ANITA OLGA	410.369,00	9,10%
Total	4.509.102,00	100,00%

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los accionistas de la compañía mantienen una sana independencia respecto de la administración. Así mismo, la organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como de sus procesos mediante las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos.

La estructura de la compañía, 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.

En cuanto a su administración, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra regida por la Junta General de Accionistas, como órgano supremo, la que designará al Presidente, Vicepresidente, miembros del Directorio y Gerentes de Área que se requieran nombrar, quienes tendrán atribuciones que le competen por ley. En el siguiente gráfico se presenta el organigrama vigente de la compañía:

GRÁFICO 2: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.

La reconocida trayectoria de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se debe a la aptitud y visión que desde un inicio ha caracterizado a quienes se encuentran al frente del directorio y de los principales departamentos, quienes gracias a su ardua labor han favorecido al crecimiento y fortalecimiento de la compañía. Cabe mencionar que el comportamiento de los órganos administrativos es estable, pues los principales directivos se han mantenido en sus cargos.

CUADRO 17: DIRECTORIO

Directorio
José Furoiani Villagómez
José Luis Furoiani Zambrano
José María Vásquez Vega
Ana María Furoiani
Carolina Balsameda Pupo

CUADRO 18: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Nombre	Cargo
José Furoiani Villagómez	Presidente Ejecutivo
Galo García Furoiani	Vicepresidente Ejecutivo
Ana María Furoiani	Vicepresidente de Negocios
Pierina Martillo	Gerente Diseño
Eduardo Rodríguez	Gerente Comercial
Daniilo Galarza	Gerente de Operaciones
Sully Crespo	Gerente Administrativa Financiera
Anabell Vasconez	Gerente de Crédito y Cobranzas
María del Carmen Paz	Gerente Servicio al Cliente
Ruth Andrade	Contraloría

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no dispone de Prácticas de Gobierno Corporativo formalmente definidas en sus estatutos; sin embargo, mantiene una estructura organizacional adecuada, cuenta con políticas y procedimientos. Adicionalmente, la administración de la empresa ha informado que este se encuentra en proceso.

Los principios de gobierno corporativo instaurados determinan el ambiente propicio para una relación coordinada y productiva entre la compañía y los accionistas mayoritarios y minoritarios. La compañía cumple con las normas transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros.

Empleados

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., al 30 de septiembre de 2020, contó con 68 colaboradores (90 en abril 2020), que estuvieron distribuidos en distintas áreas de acuerdo a las necesidades del negocio. La disminución de empleados se debe a la reducción que se realizó por la pandemia, y la finalización de proyectos.

Adicionalmente resulta importante destacar que no existen sindicatos o comités de empresa en la compañía que puedan perjudicar el normal desempeño de las actividades de la compañía.

La compañía cuenta con un proceso adecuado 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.

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, numeral 1, 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

CUADRO 19: EMPRESAS VINCULADAS

Relación	Compañías
José Antonio Furoiani Villagómez	Zarzuela S.A. (Vinculación por Gestión) Ader S.A. (Vinculación por Gestión) Xtratechcomputer S.A. (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad).
Ana María Furoiani Zambrano	Zarzuela S.A. (Vinculación por Gestión) Inmobiliaria Furoiani S.A. (Vinculación por Gestión/Propiedad)

	In.Earth S.A. (Vinculación por Gestión/Propiedad) Ader S.A. (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad)
Juan José Furoiani Zambrano	Roices S.A. (Vinculación por Gestión) Remorg S.A. (Vinculación por Propiedad) Nimativ S.A. (Vinculación por Propiedad)
José Luis Furoiani Zambrano	Factorcias S.A. (Vinculación por Gestión y Propiedad) Xtratv S.A. (Vinculación por Gestión) Furoiani & Asociados Promotores S. A. Furiaspro, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Nadiji S.A. Nadijsa, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Pacifiexport S.A., (Vinculación por Gestión) Xtratechcomputer S.A., (Vinculación por Gestión y Propiedad) Decadro S.A. (Vinculación por Gestión) Mape S.A. Mapesa, (Vinculación por Gestión y Propiedad) Royalbay Hoteles S.A., (Vinculación por Gestión) Cosmeticos 4love&Care S.A. Cosmeforlove, (Vinculación por Gestión) Xtratech & Asociados S.A. Xtrasocisa (Vinculación por Propiedad) Cosmeticos 4love&Care S.A. Cosmeforlove, (Vinculación por Propiedad) Balbitsa S.A. (Vinculación por Propiedad) Buffex S.A., Plusgamex S.A., (Vinculación por Propiedad) Rossetto S.A. (Vinculación por Propiedad) Administradora Inmobiliaria S.A. Adminsa (Vinculación por Propiedad)
Galo Enrique García Furoiani	In.Earth S.A., (Vinculación por Gestión) Centralcoworking S.A. (Vinculación por Gestión y Propiedad)
Ana Olga Zambrano García	Inmobiliaria Furoiani S.A., Ader S.A. (Vinculación por Gestión)

Fuente: SILVERCROSS S.A.. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 20: PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DE OTRAS SOCIEDADES³⁰

Razón Social	Monto de capital suscrito (USD)	% de participación
Nucleo de Ejecutivos C.A.	1,60	0,23%
Inmobiliaria Furoiani S.A.	1,00	0,00%
Zarzuela S.A.	800,00	100,00%
Electroquil S.A.	2,52	0,00%
In.Earth S.A.	255.077,00	59,21%
Royalbay Hoteles S.A.	2.720.000,00	68,00%
Del Pacifico Cia. Ltda.	500,00	62,50%

Fuente/ Elaboración: SILVERCROSS S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

La compañía actualmente mantiene varias obras en ejecución, evidenciando que sus principales clientes se destacan personas naturales que adquieren las viviendas de sus proyectos habitacionales, adicionalmente tiene clientes hoteleros, comerciales, industriales, entre otros, para los cuales realiza obras para sus instalaciones.

Una de las políticas de ventas de la compañía se basa en una reserva del bien equivalente al 5% del valor de la vivienda, luego el cliente procede a completar el 20% de cuota inicial, y finalmente para la entrega de la vivienda el financiamiento hipotecario con la banca del 80%.

Adicionalmente se debe mencionar que la compañía a través de su departamento de crédito mantiene un riguroso control de calidad de los clientes a quienes van dirigidas las ventas de sus proyectos inmobiliarios, para lo cual posee un manual de políticas de crédito bien establecido, determinando además que toda la información del cliente es debidamente validada y analizada por el personal de dicho departamento. Es así que de acuerdo a la política de crédito de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., sus clientes pueden ser calificados como sujetos de crédito con la posibilidad de ser financiados por la compañía en un 30% a un plazo de hasta dos años (con el restante 70% por la banca); o de ser financiados en su totalidad por la propia compañía previa la aprobación del Comité de Crédito. Los créditos que corresponden al 30% del valor de las viviendas se otorgan sin que éstos

³⁰ Conforme la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros., todas empresas que se encuentran activas, con excepción de Nucleo de Ejecutivos C.A., que esta en proceso de disolución o liquidación.

generen intereses, mientras que cuando la compañía también financia el 70% restante, ésta porción del financiamiento si genera intereses, tomando en cuenta la tasa de interés del mercado a la fecha del crédito más una prima de riesgo de morosidad y otra prima de riesgo por el plazo³¹. Así mismo se debe mencionar que FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., cuenta con personal en el departamento de crédito y cobranzas con amplia experiencia en el sector e incluso experiencia en la banca en el área específica de crédito.

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., como parte de las políticas de crédito, consideran la importancia de mantenerse al día con lo requerido por las Instituciones Financieras que otorgan financiamiento a los tomadores finales de las viviendas con el fin de guiarlos en la obtención de los recursos. De esta manera la compañía asegura una exitosa venta que solo se concreta en el momento que es cobrada en un 100%.

Dentro de su política de crédito y cobranzas se evidencia la Gestión de Crédito Hipotecario que realiza con sus respectivos pasos: i) Liberación de Hipoteca que dura 38 días (Requerimiento Generación de Crédito Hipotecario, Solicitud y obtención de liberación al banco, Inscripción de la escritura en el registro de la propiedad, y obtención del certificado del registro de la propiedad); ii) Inspección final con un tiempo de 50 días (Solicitud y obtención de inspección final del municipio y solicitud y obtención de Certificado de Avalúo); iii) Crédito Hipotecario contra firma dura 13 días (Aprobación y envío de documento, proceso de matrización, firma cliente, firma constructora y firma banco); iv) crédito hipotecario contra inscripción duración 17 días (cierre de matriz, inscripción y registro y desembolso del banco).

En caso de ser realizado con un crédito hipotecario del Biess que tiene una duración estándar de 31 días, donde el proceso es el siguiente: i) ingreso solicitud de crédito, ii) Elaboración de minuta, iii) envío de documento al biess y estudio jurídico, iv) solicitud de avalúo de informe, v) matrización y aprobación de crédito, vi) firma cliente, vii) firma constructora, ix) firma biess, x) cierre matriz, xi) inscripción en el registro de propiedad, y xii) desembolso biess.

Al 30 de septiembre de 2020, la composición de la cartera estuvo distribuida principalmente por cartera por vencer entre 91 y 180 días con una participación del 83,03% del total de la cartera, seguida por la cartera por vencer entre 31-90 días con el 12,98% y la cartera por vencer entre 0 y 30 días con el 3,98%, resultando importante mencionar que la compañía no posee cartera vencida dentro de sus cuentas por cobrar.

CUADRO 21: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (Septiembre 2020)

CARTERA	sep-19	sep-20
Por vencer 0-30 días	23,52%	3,98%
Por vencer 31-90 días	33,14%	12,98%
Por vencer 91-180 días	43,34%	83,03%
TOTAL	100,00%	100,00%

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Las políticas de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., fomentan una relación estable con sus clientes y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía.

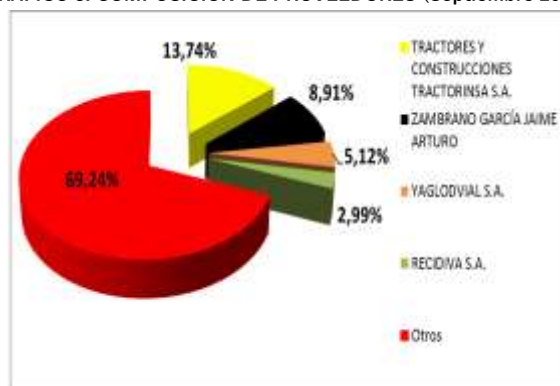
La empresa no tiene provisión de cartera de dudoso cobro, pues no mantiene cartera vencida.

Proveedores

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., trabaja con proveedores ecuatorianos de bienes y servicios cuya idoneidad se analiza con antelación, siendo contratados para la venta de bienes, prestación de servicios, y realización de estudios, todos contemplados dentro del presupuesto anual de la compañía y contando con la aprobación de la instancia correspondiente. Para septiembre de 2020, se evidenció que no existe concentración en sus proveedores.

³¹ En estas dos alternativas se elabora una promesa de compra-venta, a través de la cual, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. y el cliente se obligan a cumplir con lo que la misma estipule.

GRÁFICO 3: COMPOSICIÓN DE PROVEEDORES (Septiembre 2020)



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto a la antigüedad de cuentas por pagar al 30 de septiembre 2020, el 81,16% se encuentra en un plazo por vencer mayor a 90 días. Es importante mencionar que su principal acreedor mantiene una participación del 38,30% de las cuentas por pagar, mismo que se encuentra por vencer a más de 90 días.

La empresa tiene capacidad de transferir al precio de sus productos (flexibilidad) cambios en costos de insumos, normativa impositiva y arancelaria, cambios estructurales en el gusto de consumidores y en la generación de productos complementarios y/o substitutos a los de la industria en general; además de una capacidad de negociación gracias su amplio portafolio de proveedores alternos.

Política de Precios

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., establece políticas específicas de precios para alcanzar sus objetivos. Por lo general, originan precios administrados, en donde el costo del metro cuadrado de construcción se encuentra en función del tipo de proyecto urbanístico que se desarrolla, dependiendo de los servicios adicionales que se ofrecen y de la calidad de los materiales de construcción, principalmente. “Mientras más y mejores servicios ofrezca la promotora inmobiliaria, el metro cuadrado de la vivienda será más caro”. Si no se producen cambios mayores este año, los costos del m2 de construcción de vivienda mantendrán la tendencia visualizada por quienes están ligados con la actividad, y la demanda se mantendrá estable como efecto de las líneas de crédito ofrecidas por el sector público: BIESS, Banco del Pacífico y Miduvi; y la usual participación de la banca privada en originación de crédito hipotecario.

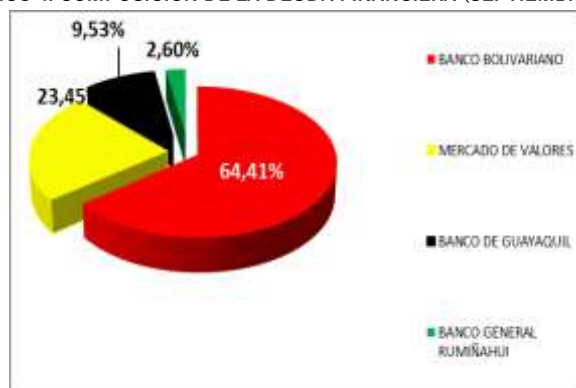
Política de Financiamiento

Históricamente FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., ha financiado sus operaciones en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, específicamente Anticipos de Clientes, como es característico en compañías inmersas dentro del sector de la construcción. Sin embargo, adicionalmente la empresa también ha obtenido capital de trabajo financiándose con el sistema bancario (Banco Bolivariano, Banco General Rumiñahui, Banco de Guayaquil), mediante préstamos de terceros, mediante Southern Cross y su participando en el Mercado de Valores.

Al 30 de septiembre de 2020, la compañía presentó una deuda con costo total que financió el 47,37% de los activos (45,59% a diciembre de 2019), cuya composición se presenta en el gráfico a continuación³². Adicionalmente se debe mencionar que se concentró en el largo plazo con el 35,26% de los activos, mientras la deuda a corto plazo financió el 12,12% de los activos.

³² La deuda financiera incluye Facturas Comerciales

GRÁFICO 4: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (SEPTIEMBRE 2020)



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

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

Siendo una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, así como de los Municipios (Ordenanzas Municipales).

Si bien es cierto, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. no ha implementado normas de calidad en sus procesos, la compañía ha sido objeto de reconocimiento por la superioridad en diseños y excelencia en la calidad de la construcción de viviendas y obras urbanísticas en donde ha participado. Así, por ejemplo, una Residencia privada, diseñada y construida en Manabí, recibió el Premio al Ornato en el año 1997; diez años atrás recibió este mismo premio el diseño del Edificio Banco Nacional de Fomento ubicado en la ciudad de Guayaquil al igual que la construcción de la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL) que en el año 1991 recibió el Premio Ornato, tipo educacional, entre otros.

Riesgo Legal

Al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentó 2 causas laborales activas. La cuantía total de las demandas laborales activas es de USD 62.132,00 lo cual no representa un monto que pueda afectar a la operación normal de la empresa.

Liquidez de los títulos

La primera colocación de los títulos de la Serie A se realizó el 23 de diciembre de 2010, de la Serie B el 24 de enero de 2011 y de la Serie C el 09 de marzo de 2011.

Al 30 de septiembre de 2020, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. mantiene vigentes las siguientes emisiones:

CUADRO 22: EMISIONES REALIZADAS Septiembre 2020 (USD)

Emisión	Resolución	Año Emisión	Monto Aprobado	Estado
Cuarta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-17-0001426	2017	4.000.000,00	Vigente
Quinta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2018-00003614	2018	3.000.000,00	Vigente
Sexta Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2018-00010170	2018	3.000.000,00	Vigente
Séptima Emisión de obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2020-00004247	2020	5.000.000,00	Vigente

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

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.

Conforme información remitida por la Bolsa de Valores de Guayaquil, durante el último semestre comprendido entre abril 2020 y septiembre 2020, no se registraron negociaciones de la titularización en el mercado. En consecuencia, la presencia bursátil de la emisión en el último semestre, fue igual a cero.

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, numeral 1, del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra comercializando un nuevo proyecto inmobiliario denominado Cittavento, el mismo que se desarrolla junto a la Urbanización Napoli. Este proyecto contará con la construcción de 422 unidades inmobiliarias en una sola etapa, construidas en dos fases, que irán desarrollándose a medida que se vayan colocando las unidades inmobiliarias, esta urbanización contará con su propio club, área de juegos y cancha deportiva y sus precios oscilarán entre USD 86.000 y USD 130.000, por lo cual este producto está dirigido a la clase media alta.
- La empresa durante este año comenzó a comercializar los proyectos Ciudad Santiago Etapa 12 y Palmetto.
- Como información subsecuente, los primeros días de mayo de 2020, se reunió la Asamblea de obligacionistas de la compañía, con la finalidad de conocer y resolver sobre la propuesta de reprogramación de pagos de conformidad con lo dispuesto en el oficio No. JPRM-2020-0119-O de fecha 04 de abril de 2020 emitido por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:
 - ✓ **Quinta Emisión de Obligaciones:** que el dividendo que vence el 09 de mayo de 2020 se reprogramme de la siguiente manera: los intereses del cupón de mayo 09 de 2020 se pagan en esa misma fecha, pero el valor del capital se cancele en 5 pagos mensuales iguales (09 de junio 2020, 09 de julio de 2020, 9 de agosto de 2020, 09 de septiembre de 2020 y 09 de octubre de 2020). Durante el tiempo de reprogramación se reconocerá el 8,5% de interés anual.
 - ✓ **Cuarta Emisión de Obligaciones:** Que se pague puntualmente el cupón No. 12 que vence el 04 de mayo de 2020 y que el capital de dicho cupón se pague a un plazo de 180 días, es decir el 04 de noviembre de 2020. Durante el tiempo de Diferimiento se reconocerá el 8,5% de interés anual.
 - ✓ **Sexta Emisión de Obligaciones:** Pagar puntualmente el interés del 6to dividendo que vence el 16 de mayo de 2020. Diferir el pago del capital del sexto dividendo en 180 días, es decir que se pague el 16 de noviembre de 2020. Durante el tiempo de diferimiento se reconocerá el 8% de interés anual.
- A noviembre 2020 la Institución mantiene obligaciones tributarias pendientes con el SRI y obligaciones patronales en mora.

Situación del Sector

El sector de la construcción crece en relación con el PIB, siendo un actor importante dentro de la Economía ecuatoriana, que depende excesivamente de los ingresos petroleros, el crecimiento de la población, el empleo entre otros factores que a mayor bonanza incrementa la inversión pública, siendo la demanda de éste sector: la construcción de hidroeléctricas, carreteras, centros médicos, centros del buen vivir, unidades educativas, viviendas etc. Por otro lado la oferta está determinada por la cantidad de empresas constructoras y la cantidad de proyectos, que mantiene un importante crecimiento en los últimos años.

El sector de la construcción experimenta una recesión profunda desde 2015. Anteriormente, se evidenció que el sector de la construcción ya se venía desacelerando; en 2019 cayó a pesar de los incentivos presentados por el gobierno en octubre del 2018 mediante el Programa de Vivienda Social y Pública. Con la pandemia, se espera que los resultados de este año sean desalentadores. La CEPAL anunció que para Ecuador el sector de la construcción será “medianamente afectado” por las restricciones causadas por la pandemia. De las 17 ramas de actividad de la economía ecuatoriana, la construcción, en 2019, fue el quinto sector que más aportó al PIB, con 8,17%.³³

El dinamismo de la construcción se vio afectado, pues tiene una relación directa con la inversión en obras públicas, así como en la oferta y demanda de vivienda. De acuerdo a las cifras provistas por el Banco Central del Ecuador, durante el año 2018 la actividad económica registrada en esta rama se recuperó casi imperceptiblemente, con un crecimiento anual de 0,6%.³⁴ En 2019 el PIB del sector de la construcción registró una contracción de -5,2%, y en lo que va del año 2020, este también se vería afectado debido a la emergencia sanitaria (COVID 19) que atraviesa el país.³⁵

GRÁFICO 5: Crecimiento del PIB de la construcción



Fuente y Elaboración: BCE/ Class International Rating

La Asociación de Promotores Inmobiliarios del Ecuador (APIVE) calculó que en el sector de la construcción en el primer trimestre del año se perdieron alrededor de 8.318 empleos. Lo que se traduce en un aproximado de USD 67 millones menos en remuneraciones.

Por otra parte, las cifras presentadas por el Banco Central sobre el resultado del primer trimestre en la economía ecuatoriana muestran desde ya estragos en el sector. Se considera que la Formación Bruta de Capital Fijo, es decir, la inversión cayó en -7,1% con respecto al primer trimestre del 2019.³⁶

Por otro lado, para septiembre de 2020, el Índice de Confianza Empresarial (ICE) Global registró 1.463,2 puntos, lo que representó un incremento de 19,9 puntos, es decir, 1,4% en relación al mes anterior, variación que se explica por el desempeño positivo de los ICE dentro de los sectores económicos analizados: industria, comercio, construcción y servicios. Cabe mencionar que, el estado de excepción en todo el territorio nacional debido a la pandemia COVID-19 finalizó en septiembre 2020; no obstante, aún las actividades regulares de las empresas y la población no recuperan su desenvolvimiento habitual.³⁷

En septiembre de 2020, el ICE del sector de la construcción se incrementó en 1,1%, es decir, 5,8 puntos más que lo registrado en el mes de agosto de 2020, situándose en 527,8 puntos. Por su lado, el ciclo del índice se ubicó 0,5% por debajo de la tendencia de crecimiento de largo plazo.

El volumen de construcción varió en 0,03% en septiembre de 2020 respecto del mes anterior, lo cual estaría relacionado con la reanudación de obras paralizadas que se encontraban suspendidas debido a la emergencia

³³ <https://www.revistagestion.ec/index.php/economia-y-finanzas-analisis/la-construccion-un-pilar-de-la-economia-debilitado-por-la-pandemia>

³⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1158-la-economia-ecuatoriana-crecio-14-en-2018>

³⁵ <https://www.mundoconstructor.com.ec/las-cifras-2019-del-sector-de-la-construccion/>

³⁶ <https://www.revistagestion.ec/index.php/economia-y-finanzas-analisis/la-construccion-un-pilar-de-la-economia-debilitado-por-la-pandemia>

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202009.pdf>

sanitaria por la pandemia global COVID-19. Así también, para octubre, las perspectivas empresariales señalan que el volumen de construcción aumentaría en 2,38%.

El sector de la construcción es altamente sensible con relación a la coyuntura económica, no presenta estacionalidades determinantes en su comportamiento; sin embargo, tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos.

En términos generales, es una fuente importante de empleo y hacia donde se destina una importante cantidad de recursos. De igual manera, su desempeño está relacionado con varios sectores intermedios y también con las instituciones financieras.

Finalmente, entre las barreras de entrada que se puede identificar en la industria que se desenvuelve FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. se encuentra el valor monetario en la adquisición de materiales de construcción, los gastos de operación y mantenimiento que estos demandan, el factor reputacional y la experiencia en el industria que llegue a tener cada uno, ya que las empresas que solicitan estos servicios son altamente exigentes en la seguridad de cada obra y en las fechas de cumplimiento de las mismas. En lo que a barreras de salida se refiere se identifican la culminación de todas las obras iniciadas ya que gran parte de ellas se trabajan con anticipos de terceros.

Expectativas

Las expectativas son negativas, sin embargo, la responsabilidad recae en la innovación y buscar formas de volver a operar, pero con las precauciones y medidas de bioseguridad óptimas. A pesar de que el impacto de la pandemia no se ha medido estadísticamente, con los resultados preliminares hasta marzo, existe una idea de que el sector se ha venido ralentizando. Con el confinamiento y restricciones, se espera una caída profunda, con ello se verá socavado aún más el empleo formal generado por el sector.

La disminución en la inversión de obra pública, un nicho importante para el sector de la construcción, es una de las variables que ha impactado en la caída del sector durante el primer semestre de este año. El programa de austeridad implementado por el Gobierno actual implica un menor gasto en consumo del Gobierno, así como una contracción en la inversión pública, lo que podría frenar el crecimiento del sector de la construcción.

En el mercado hay incertidumbre, por conocer cuánto invertirá este año el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) en préstamos hipotecarios. “2020 debe ser el año en el que no debemos ver más ralentización, que no se siga frenando el sector”. Por eso, pide comunicar de manera masiva las ventajas actuales de acceder al crédito, pese a las adversidades económicas.³⁸

Se espera calificar a unos 100 proyectos en todo el país. Los constructores presentaron una serie de requisitos entre los que figuran: mecanismos para movilizar a sus empleados, protocolos de supervisión de salud para identificar posible sintomatología de covid-19, dotación de equipos de seguridad y bioseguridad. Para este piloto también se consideró la ubicación de los proyectos y el porcentaje de avance en la obra. Ninguna de las construcciones son obras nuevas son todas aquellas a punto de terminar. Se supervisará el cumplimiento de los protocolos en las obras. Este plan servirá como base para identificar posibles complicaciones y rectificar para poder poco a poco incorporar a más sectores al trabajo.³⁹

Posición Competitiva de la Empresa

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. participa en uno de los sectores de mayor atractivo, con proyectos dirigidos a sectores de clase media-alta, en donde existe la mayor demanda de unidades y al que las entidades financieras ofrecen facilidades crediticias, cubriendo la demanda de ciertos nichos de mercado en donde el servicio post-venta, la ubicación geográfica de los proyectos, y otras características son apreciadas por el cliente.

³⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/sector-construccion-salvavidas-2020/>

³⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/proyectos-aprobacion-plan-piloto-construccion.html>.

Sus proyectos están dirigidos a los segmentos donde existe la mayor demanda de unidades y a los que las entidades financieras ofrecen las mayores facilidades crediticias. Furoiani Obras y Proyectos S.A., actualmente se encuentra comercializando un nuevo proyecto inmobiliario denominado Cittavento - Etapa Piamonte, el mismo que se desarrolla junto a la Urbanización Napoli. Por lo tanto se identifica como potenciales competidores a los proyectos: La Rioja, La Joya, Casa Laguna.

En cuanto a las principales empresas que conforman el sector de la construcción se puede mencionar a HIDALGO E HIDALGO S.A., HERDOIZA CRESPO CONSTRUCCIONES S.A., CANEYBI CORP S.A., CHINA INTERNATIONAL WATER & ELECTRIC CORP. -CWE- y 'CONSORCIO LÍNEA 1" - METRO DE QUITO: ACCIONA.

De acuerdo al análisis de CIU donde FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se encuentra dentro de la categoría de Construcción de todo tipo de edificios residenciales. A diciembre 2018 ocupó una posición de ventas de 819 (562 a diciembre 2017).⁴⁰ Por otro lado al analizar la participación de los ingresos de la empresa sobre el PIB total del sector de la construcción, se determinó que a diciembre 2019 participó con el 0,08%.

La compañía por su parte plantea ciertas estrategias las mismas que pretenden cubrir la demanda de ciertos nichos de mercado, ofreciendo precios y condiciones competitivas, pero a la vez con márgenes de rentabilidad atractivos, por ello complementario a la venta, el cliente podrá observar características como servicios adicionales a la propia construcción de la vivienda, tales como ubicación geográfica del conjunto habitacional, seriedad de la construcción, calidez del personal, servicios post-ventas, entre otras.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., 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 23: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Experiencia en construcción.	Cambio en las condiciones del financiamiento local.
Respaldo de la marca FOP.	
Buen resultado en estudios del entorno del proyecto.	
Estructura organizacional flexible, adaptable a cambios en las condiciones de mercado y normativa legal.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Ubicación del proyecto.	Competencia local.
El Gobierno apoya los proyectos de carácter social.	Disminución en la capacidad adquisitiva de potenciales compradores debido a crisis.
Demanda local no abastecida.	Inventario existente ya construido.

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que pueden afectar el flujo de caja previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

La operación de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se expone principalmente a riesgos de tipo exógeno, en donde factores como el incremento en el precio de los materiales de construcción, la restricción por parte de la banca en el financiamiento para la adquisición de viviendas o inmuebles, e incluso el clima podrían reducir la demanda de los servicios prestados por la compañía, demorar la culminación de determinados proyectos en los cuales esté trabajando o encarecer su realización.

La compañía está expuesta a diferentes riesgos, entre los que se puede anotar: riesgos químicos asociados al sector de la construcción, tales como enfermedades de la piel, alergias cutáneas, bronquitis. Los riesgos físicos

⁴⁰ <https://www.ekosnegocios.com/empresa/sumesa-s-a>, última información disponible

se encuentran en todo proyecto de construcción, entre ellos se incluye el ruido, el calor, el frío, las radiaciones, las vibraciones y presión barométrica. La actividad de la construcción depende de muchos factores sobre los cuales los trabajadores no tienen control, tales como el estado de la economía o el clima, a causa de los mismos pueden sufrir una intensa presión para ser más productivos.

De igual manera y para asegurar aún más, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, no afecten en mayor medida a la operación de la compañía, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., mantiene pólizas de seguro de equipo electrónico, robo y asalto, incendio, vehículos, responsabilidad civil, rotura de maquinaria y fidelidad privada, con una vigencia hasta enero de 2021.

De igual forma, en lo que concierne al manejo de la información, es importante señalar que en la compañía se realizan respaldos completos de las bases de datos a diario y se trabaja con discos duros de tecnología Hot Swap, los cuales pueden ser retirados al momento que sea necesario, salvaguardando la información, contando además con un arreglo de discos (Raid) con redundancia, con lo cual si un disco se dañara, éste podría ser reemplazado con otro inmediatamente.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A.**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 30 de septiembre de 2019 y al 30 de septiembre de 2020.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos ordinarios de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., presentaron una tendencia decreciente durante los periodos analizados, es así que pasaron de USD 35,15 millones en 2016 a USD 9,13 millones en 2019, debido a la contracción que se mantiene en el sector de la construcción, así como la finalización de varios proyectos de la compañía.

La empresa maneja sus proyectos mediante Fideicomisos donde es constituyente, y sus balances no contabilizan estos ingresos de los fideicomisos lo que haría que sus ingresos incrementen en lugar de disminuir.

Para los periodos interanuales se evidenció un crecimiento de 7,50% en sus ingresos, pues, luego de registrar USD 5,80 millones en septiembre de 2019 pasaron a USD 6,24 millones en septiembre de 2020, gracias a que en el año 2020, se está entregando el proyecto Ciudad Santiago etapa XI.

El costo de ventas, que estuvo conformado por costos de las villas y otros costos de ventas, presentó una representación sobre los ingresos decreciente, pasando de 68,16% en 2016 a un 42,58% en el año 2019. Se debe indicar que los proyectos se manejan en Fideicomisos. Estos resultados arrojaron un margen bruto creciente que pasó de representar el 31,84% de los ingresos en 2016 a un 57,42% en 2019.

En septiembre de 2020, el costo de ventas representó el 41,51% de los ingresos, ubicándose por encima de la representación de septiembre de 2019, cuando fue de 39,87%, pues se comenzaron a entregar las primeras unidades de proyecto Ciudad Santiago, y se registraron menores ingresos por servicios de construcción reconociendo una menor absorción de los costos. Esto generó que el margen bruto se reduzca pasando de representar el 60,13% en septiembre de 2019 a 58,49% en septiembre de 2020.

Por su parte, al analizar los gastos de administración y ventas en los que incurre FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., se evidenció que durante el periodo analizado registró una tendencia al alza, es así que pasaron de 24,62% de los ingresos en 2016 a 66,88% de los ingresos en diciembre de 2019. Este comportamiento evidencia un deterioro en el control de gastos por parte de la empresa, dado que a pesar de que sus ingresos han ido disminuyendo de forma paulatina, sus gastos de operación fueron incrementándose.

Para septiembre de 2020, los gastos operativos representaron el 40,18% de los ingresos, participación inferior la registrada en septiembre de 2019 cuando fue de 48,39%, lo que obedece a que, cuando los proyectos están en marcha a más del 50% y se están entregando a los clientes como es el caso de Ciudad Santiago, la empresa baja el gasto de publicidad que es un rubro significativo, adicional que por motivos de la pandemia al ser un año difícil realizaron reducción de gastos administrativos y menos publicidad.

El comportamiento de los costos y gastos deliberó en que la utilidad operacional decrezca en su representación sobre los ingresos de un 7,22% en el año 2016 a 4,80% en 2017 y se incrementa en 2018 a 11,05%. Para el año 2019, la situación cambió puesto que se registró una pérdida operacional que representó el -9,46% de los ingresos, debido a la importante reducción de sus ventas.

Para septiembre de 2020, la compañía generó una utilidad operacional que significó el 18,31% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en septiembre de 2019 cuando fue de 11,74% gracias a la importante reducción de gastos operativos y el crecimiento de los ingresos.

GRÁFICO 6: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Luego de registrar el impuesto a la renta y la participación a trabajadores, la compañía arrojó una utilidad neta que pasó de significar un 0,45% de los ingresos en 2016 a un 6,28% de los ingresos al cierre de 2019, mientras que para septiembre de 2020 fue de 1,77% sobre los ingresos superior a la registrada a septiembre 2019, situación que se produce por la reducción de gastos administrativos y gastos financieros.

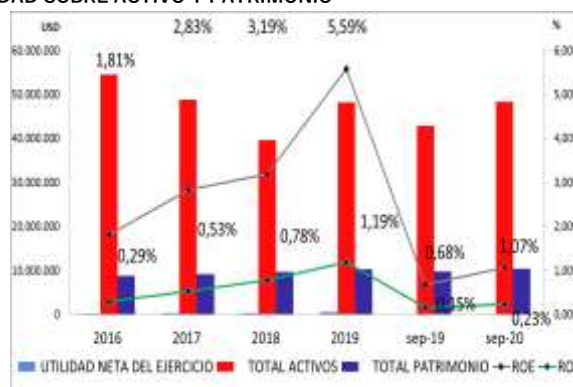
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentó indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) positivos y crecientes en los períodos 2016-2019, al igual que el interanual septiembre 2020, lo que obedece a mayores utilidades al final de cada periodo.

CUADRO 24, GRÁFICO 7: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2016	2017	2018	2019
ROA	0,29%	0,53%	0,78%	1,19%
ROE	1,81%	2,83%	3,19%	5,59%

Ítem	sep-19	sep-20
ROA	0,15%	0,23%
ROE	0,68%	1,07%



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) creció en su representación sobre los ingresos de 6,19% en 2017 a 12,88% en diciembre de 2018, no obstante, para diciembre de 2019, este decae hasta registrar valores negativos (-7,94% de los ingresos), debido a la pérdida operativa registrada en ese periodo, lo que reflejó una deficiencia en la generación de flujos operativos para cubrir sus gastos financieros.

Para septiembre de 2020, el EBITDA (acumulado) significó el 19,88% de los ingresos, porcentaje superior a lo reportado en su similar de 2019, cuando fue de 13,51%. A pesar de registrar valores positivos estos no fueron suficientes para cubrir de manera óptima sus gastos financieros.

CUADRO 25 GRÁFICO 8: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
EBITDA	2.803.150	1.818.156	2.670.764	-724.455
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	2.037.062
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,20	0,64	1,16	-0,36

Ítem	sep-19	sep-20
EBITDA	783.707	1.239.827
Gastos Financieros	1.818.717	1.507.552
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,43	0,82



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos de FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. presentaron un comportamiento fluctuante, pues luego de registrar USD 54,55 millones en el año 2016, pasaron a USD 39,57 millones en 2018, USD 48,24 millones en diciembre de 2019 y USD 48,35 millones en septiembre de 2020, variaciones que obedecen al comportamiento de sus principales cuentas: cuentas por cobrar a relacionadas, otros activos no corrientes, inversiones no corrientes, obras en ejecución y anticipo a proveedores.

En la estructura del activo, durante los periodos anuales analizados, primaron los de tipo corriente, con una participación promedio del 62,26% de los activos en 2016-2019 (52,85% en septiembre de 2020); siendo su rubro más representativo las obras en construcción con el 29,02% de los activos (26,51% en septiembre de 2020), mismas que incluyen la infraestructura de las urbanizaciones de sus principales Proyectos (Ciudad Santiago, Habitacional), aparte de obras por contrato y administración, le siguieron las cuentas por cobrar relacionadas con un promedio de 20,28% (15,21% en septiembre de 2020) donde se incluyen principalmente el cobro a fideicomisos donde la empresa es constituyente y los inventarios con el 6,19% (4,81% en septiembre 2020) donde incluye inventario de terrenos y de materiales de construcción.

Por su parte, el activo no corriente presentó una representación menor dentro de los activos totales, pues en los periodos analizados (2016-2019), representó en promedio el 37,74% de los activos (47,15% en septiembre de 2020); en cuanto a su estructura, fueron las inversiones no corrientes el rubro más relevante con el 21,19% de los activos en promedio 2016-2019 (27,00% en septiembre de 2020), donde incluye inversiones en subsidiarias (Royalbay Hoteles S.A., In.Earth S.A., Zarzuela, Del Pacífico CÍA LTDA., Fideicomiso Inmobiliario Ciudad Santiago Etapa VIII, Fideicomiso Inmobiliario Marenostro. Las cuentas por cobrar a relacionadas a diciembre 2019 representaron el 20,97% de los activos (2,26% en septiembre 2020)⁴¹. Las propiedades planta y equipo fueron el segundo rubro más relevante con el 5,57% de los activos en promedio 2016-2019 (5,28% en septiembre 2020) y propiedades en inversión 1,89% en promedio 2016-2019 (1,84% en septiembre 2020) que

⁴¹ La cuentas por cobrar a relacionadas disminuyen entre diciembre de 2019 y septiembre de 2020 debido a una reclasificación de los estados financieros auditados, que incluyen fideicomisos y los valores entregados para la adquisición de varios lotes de terrenos sobre los cuales se desarrollará el proyecto habitacional Cittavento-Piamonte ubicado en la Km 13 Vía La Aurora la T de Daule, dichos terrenos están en proceso de legalización.

corresponde a un terreno ubicado en el Cantón Salinas, sobre el cual se desarrollará el Proyecto Palmetto. Es importante mencionar que en septiembre 2020, se registraron otras cuentas por cobrar por 5,21 millones que representaron el 10,77% del activo, rubro derivado de registro de nuevos proyectos en fideicomisos.

Pasivos

Los pasivos totales presentaron una tendencia ligeramente fluctuante a lo largo de los periodos analizados, es así que luego de financiar el 83,87% en diciembre de 2016 pasó a un 78,74% en diciembre de 2019 y un 78,56% a septiembre de 2020, comportamiento que estuvo atado a las variaciones registradas en sus obligaciones con costo.

En lo que respecta a su estructura, históricamente los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente. Es así que en septiembre de 2020, los pasivos corrientes financiaron el 39,35% del activo total (55,29% de los activos en promedio 2016-2019); siendo su cuenta más representativa, otras cuentas por pagar con el 10,19% (2,56% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de pasivos por ingresos diferidos⁴² con el 7,65% de los activos (12,03% de los activos en promedio 2016-2019), proveedores locales y del exterior con el 6,65% (5,10% de los activos en promedio 2016-2019), y obligaciones bancarias con el 4,99% (21,11% de los activos en promedio 2016-2019).

Por su parte, los pasivos no corrientes a septiembre de 2020 financiaron el 39,21% de los activos (24,58% de los activos en promedio 2016-2019); mismos que estuvieron conformados principalmente por préstamos bancarios con el 28,76% (14,13% de los activos en promedio 2016-2019), seguido de las obligaciones con el mercado de valores, con un financiamiento del 6,50% de los activos (5,46% en promedio 2016-2019).

A septiembre de 2020, la deuda financiera que estuvo conformada por Obligaciones con el mercado de valores y con instituciones financieras significó el 47,37% del total de activos (45,59% a diciembre de 2019), mientras que frente a su patrimonio representó el 220,96% (214,46% a diciembre 2019) y al pasivo fue el 60,30% (57,90% a diciembre de 2019).

Patrimonio

El patrimonio mantuvo una tendencia creciente en términos monetarios, pues luego de registrar USD 8,80 millones (16,13% de los activos) en 2016, pasó a USD 10,26 millones (21,26% de los activos) en 2019 y USD 10,37 millones (21,44% de los activos) en septiembre de 2020, lo que obedece al registro de mayores resultados acumulados, así como del crecimiento en el superávit por revaluación.

Se debe indicar que el capital social se mantuvo sin variaciones durante los periodos económicos analizados en una suma de USD 4,51 millones, monto que financió el 9,33% de los activos en septiembre de 2020 (9,56% de los activos en promedio 2016-2019), lo que evidencia que el capital social fue la cuenta más relevante dentro de la composición del patrimonio y su financiamiento de activos. Le sigue, resultados acumulados que en septiembre de 2020 representó el 6,05% de los activos (4,54% de los activos en promedio 2016-2019).

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones que emanan de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

Flexibilidad Financiera

FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. dispuso de suficientes recursos corrientes para cubrir sus pasivos del mismo tipo, pues sus indicadores de liquidez (Razón Circulante) fueron superiores a la unidad (excepto en el año 2019), lo que arrojó un capital de trabajo positivo, y a septiembre de 2020 representó el 13,50% de los activos (en

⁴² Corresponden a anticipo de clientes por concepto de abonos a la entrada de cualquier bien inmueble de los proyectos.

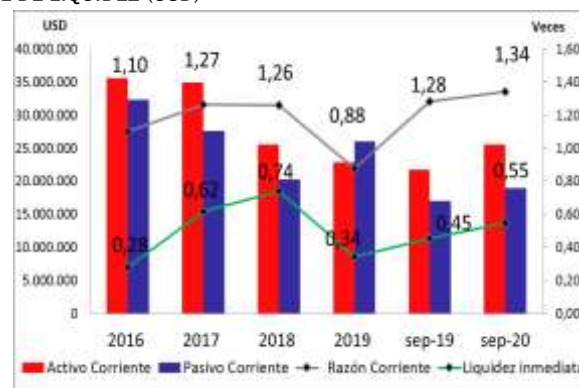
diciembre de 2019 este fue negativo y representó el -6,49% de los activos). Este comportamiento determina la inexistencia de recursos ociosos, lo que indica que la compañía utiliza sus recursos eficientemente en el desarrollo de su actividad.

Entre tanto, la liquidez inmediata de la compañía, establecida sin considerar el monto correspondiente a obras en construcción e inventarios (giro normal del negocio) presentó, por el contrario, indicadores inferiores a la unidad en todo el periodo analizado.

CUADRO 26, GRÁFICO 9: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	35.592.312	34.960.030	25.599.167	22.887.453
Pasivo Corriente	32.331.355	27.624.912	20.312.950	26.016.601
Razón Circulante (veces)	1,10	1,27	1,26	0,88
Liquidez Inmediata (veces)	0,28	0,62	0,74	0,34

Ítem	sep-19	sep-20
Activo Corriente	21.793.087	25.550.419
Pasivo Corriente	17.009.363	19.023.953
Razón Circulante	1,28	1,34
Liquidez Inmediata	0,45	0,55

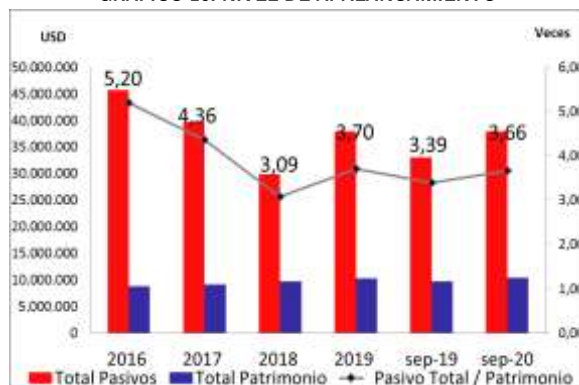


Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Históricamente, FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. ha financiado su operación en mayor proporción con recursos de terceros que con recursos propios, pues su apalancamiento (pasivo total/patrimonio) pasó de 3,70 veces en diciembre de 2019 a 3,66 veces en septiembre de 2020.

GRÁFICO 10: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), fue negativa a partir de diciembre 2019, lo que denota que la compañía no contaría con recursos suficientes para afrontar sus compromisos. Ocurriendo lo mismo con el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado).

Contingentes

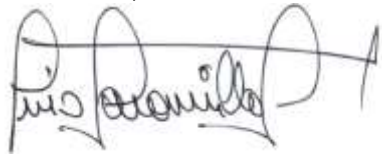
Según lo reportado por FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A., al 30 de septiembre de 2020, la empresa mantiene una operación como codeudor, dicho monto representa el 5,17% del activo.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴³

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Xavier Espinosa
Analista

⁴³ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	970.436	443.580	437.054	17.403	116.094	147.428
Cuentas por cobrar clientes	97.715	170.483	23.159	-	55.805	17.674
Cuentas por cobrar relacionados	2.300.575	13.765.166	12.922.850	5.306.935	7.732.313	7.355.570
Provisión cuentas incobrables	(95.407)	(31.205)	(46.478)	-	-	-
Inventarios	4.089.476	2.854.896	2.468.926	2.396.570	2.494.671	2.324.414
Otros Activos Corrientes	28.229.517	17.757.110	9.793.656	14.072.179	12.488.570	15.705.333
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	35.592.312	34.960.030	25.599.167	21.793.087	22.887.453	25.550.419
Propiedad, planta y equipo neto	2.883.491	2.529.353	2.549.511	2.456.023	2.597.433	2.554.470
Otros Activos No Corrientes	16.073.527	11.315.320	11.416.523	18.556.513	22.753.008	20.243.216
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	18.957.018	13.844.673	13.966.034	21.012.536	25.350.441	22.797.687
TOTAL ACTIVOS	54.549.330	48.804.703	39.565.201	42.805.623	48.237.894	48.348.106
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	9.601.470	12.788.893	9.149.356	2.334.996	8.443.278	2.411.806
Proveedores locales y del exterior	2.607.472	1.394.652	1.209.360	423.325	4.690.381	3.217.067
Otros Pasivos Corrientes	20.122.413	13.441.367	9.954.234	14.251.042	12.882.942	13.395.080
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	32.331.355	27.624.912	20.312.950	17.009.363	26.016.601	19.023.953
Préstamos (Deuda bancaria LP)	11.109.217	7.068.010	3.101.311	10.267.197	6.678.920	13.904.829
Otros Pasivos No Corrientes	2.310.063	5.007.021	6.468.543	5.780.575	5.287.216	5.053.768
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	13.419.280	12.075.031	9.569.854	16.047.772	11.966.136	18.958.597
Deuda Financiera	26.092.201	27.438.443	19.910.741	19.467.728	21.993.538	22.903.810
Deuda Financiera C/P	14.982.984	17.870.433	12.705.680	5.681.780	12.250.300	5.858.018
Deuda Financiera L/P	11.109.217	9.568.010	7.205.061	13.785.947	9.743.238	17.045.792
TOTAL PASIVOS	45.750.635	39.699.943	29.882.804	33.057.135	37.982.737	37.982.550
PATRIMONIO						
Capital Social	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102	4.509.102
Reservas	1.009.609	1.009.609	1.314.819	1.431.637	1.345.728	1.488.913
Aportes futura capitalización	0	0	0	0	0	0
Utilidad neta del ejercicio	159.179	257.870	309.091	66.092	572.763	110.398
Resultados acumulados	3.120.805	3.328.179	3.549.384	3.741.657	3.827.565	4.257.143
TOTAL PATRIMONIO	8.798.695	9.104.760	9.682.396	9.748.487	10.255.158	10.365.556

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESU LTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
Ventas	35.146.636	29.389.520	20.739.280	5.802.968	9.125.772	6.237.951
Costo de ventas	23.954.392	21.182.685	11.577.540	2.313.720	3.886.120	2.589.599
MARGEN BRUTO	11.192.244	8.206.835	9.161.740	3.489.248	5.239.652	3.648.352
Total Gastos Operacionales	8.653.212	6.796.985	6.871.052	2.807.773	6.103.247	2.506.394
UTILIDAD OPERACIONAL	2.539.032	1.409.850	2.290.688	681.475	(863.595)	1.141.958
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.818.717	2.037.062	1.507.552
Otros ingresos netos	535.622	2.174.927	985.351	1.298.777	3.712.538	689.354
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	734.525	744.601	970.807	161.535	811.881	323.759
Participaciones	110.179	111.690	145.621	0	121.782	0
Impuesto a la Renta	465.167	375.040	516.094	95.443	117.336	213.361
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	159.179	257.871	309.092	66.092	572.763	110.398

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	sep-19	2019	sep-20
Gastos Operacionales / Ingresos	24,62%	23,13%	33,13%	48,39%	66,88%	40,18%
Utilidad Operacional / Ingresos	7,22%	4,80%	11,05%	11,74%	-9,46%	18,31%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,45%	0,88%	1,49%	1,14%	6,28%	1,77%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	1595,08%	546,73%	741,10%	1031,11%	-150,78%	1034,40%
Utilidad Neta / capital permanente	1,01%	1,82%	2,61%	0,36%	3,97%	0,51%
Utilidad Operativa / capital permanente	16,16%	9,95%	19,34%	3,69%	-5,99%	5,25%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	336,49%	843,42%	318,79%	1965,11%	648,18%	624,43%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	1470,12%	1101,39%	745,81%	2751,81%	355,66%	1365,57%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,81%	2,83%	3,19%	0,68%	5,59%	1,07%
Rentabilidad sobre Activos	0,29%	0,53%	0,78%	0,15%	1,19%	0,23%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	31,91%	23,58%	42,07%	18,61%	-16,37%	30,19%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	4,65%	2,89%	5,79%	2,12%	-1,79%	3,15%
Liquidez						
Razón Corriente	1,10	1,27	1,26	1,28	0,88	1,34
Liquidez Inmediata	0,28	0,62	0,74	0,45	0,34	0,55
Capital de Trabajo	3.260.957	7.335.118	5.286.217	4.783.724	-3.129.148	6.526.466
Capital de Trabajo / Activos Totales	5,98%	15,03%	13,36%	11,18%	-6,49%	13,50%
Cobertura						
EBITDA	2.803.150	1.818.156	2.670.764	783.707	-724.455	1.239.827
EBITDA anualizado	2.803.150	1.818.156	2.670.764	1.044.942	-724.455	1.653.102
Ingresos	35.146.636	29.389.520	20.739.280	5.802.968	9.125.772	6.237.951
Gastos Financieros	2.340.129	2.840.176	2.305.232	1.818.717	2.037.062	1.507.552
EBITDA / Ingresos	7,98%	6,19%	12,88%	13,51%	-7,94%	19,88%
EBITDA/Gastos Financieros	1,20	0,64	1,16	0,43	-0,36	0,82
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,10	0,05	0,12	0,04	-0,04	0,05
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	81,57	69,58	16,98	-11,18	-3,37	-38,48
Gastos de Capital / Depreciación	0,20	0,16	1,18	0,00	1,00	-0,44
EBITDA/Deuda Total	0,11	0,07	0,13	0,05	-0,03	0,07
Flujo libre de caja/ Deuda Total	-9,30%	-7,04%	41,14%	-2,99%	-8,65%	-0,86%
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	5,20	4,36	3,09	3,39	3,70	3,66
Activo Total / Capital Social	12,10	10,82	8,77	9,49	10,70	10,72
Pasivo Total / Capital Social	10,15	8,80	6,63	7,33	8,42	8,42
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	9,31	15,09	7,46	18,63	-30,36	13,86
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	16,32	21,84	11,19	31,64	-52,43	22,98
Deuda Financiera / Pasivo	57,03%	69,11%	66,63%	58,89%	57,90%	60,30%
Deuda Financiera / Patrimonio	296,55%	301,36%	205,64%	199,70%	214,46%	220,96%
Pasivo Total / Activo Total	83,87%	81,34%	75,53%	77,23%	78,74%	78,56%
Capital Social / Activo Total	8,27%	9,24%	11,40%	10,53%	9,35%	9,33%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	57,42%	65,13%	63,81%	29,19%	55,70%	25,58%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	16,13%	18,66%	24,47%	22,77%	21,26%	21,44%
Eficiencia						
Período de Cobros (días)	24	171	227	250	309	323
Duración de Existencias (días)	62	49	78	283	234	246
Plazo de Proveedores	40	24	38	50	441	340

Fuente: FUROIANI OBRAS Y PROYECTOS S.A. / Elaboración: Class International

ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA “FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA VOLANN”

Cuenta	sep-20
ACTIVOS	
Efectivo y equivalentes	44.018,64
Certificados de depósito	452.000,00
Cartera Primer Tramo	40.578,31
Cartera Segundo Tramo	67.211,25
Sobrecolateral Segundo Tramo	6.798,82
Cuentas por cobrar al Originador	74.658,34
Otras cuentas por cobrar	78.259,32
Provisión incobrables	(81.953,05)
Activos por impuestos	903,38
Total Activos Corrientes	682.475,01
Cartera Primer Tramo	212.987,50
Cartera Segundo Tramo	229.771,19
Sobrecolateral Segundo Tramo	68.551,20
Total Activos No Corrientes	511.309,89
Total Activo	1.193.784,90
Cuentas de Resultado Deudoras	82.053,66
Total Activo + Cuentas Deudoras	1.275.838,56
PASIVOS	
Cuentas por pagar	151.618,45
Títulos Primer Tramo	11.528,43
Títulos Segundo Tramo	44.158,41
Intereses por pagar Primer Tramo	4.615,38
Intereses por pagar Segundo Tramo	1.525,43
Otras Obligaciones corrientes	143,07
Total Pasivo Corriente	213.589,17
Títulos Primer Tramo	255.806,10
Títulos Segundo Tramo	377.371,24
Total Pasivo No Corriente	633.177,34
Total Pasivo	846.766,51
PATRIMONIO	
Aportes en efectivo	231.650,86
Fondo Rotativos	25.068,90
Resultados acumulados	99.339,41
Total Patrimonio	356.059,17
Cuentas de Resultado Acreedoras	73.012,88
Pasivo + Patrimonio + Cuentas Deudoras	1.275.838,56

Fuente: Fides Trust Administradora de Negocios Fiduciarios FITRUST S.A. / Elaboración: Class International Rating