

Ecuador
Primer Seguimiento

Fondo de Inversión Colectivo FIBRA ECU01

Calificación Otorgada

feb-19	ago-19
AAA	AAA

AAA: Corresponde a las cuotas de los fondos colectivos en los que la administradora de fondos tiene una excelente capacidad técnica, operativa y económica; su política de inversión es excelente y el riesgo es casi nulo. El proyecto a desarrollarse tiene una perspectiva de excelente rentabilidad y seguridad.

Administradora del Fondo: FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

José Solís Aparicio
(5932) 292 2426 ext. 113
jsolis@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación otorgada a las cuotas de participación del Fondo de Inversión Colectivo FIBRA ECU01 en AAA.

La calificación se fundamenta en la capacidad técnica, operativa y económica de la Fiduciaria, en las características de la estructura que mitiga los principales riesgos inherentes a los que estará expuesto el fondo, y a la calidad del portafolio de inversión. A la fecha de análisis, el desempeño operativo del Fondo es positivo y conserva niveles de riesgo y rentabilidad acordes a su planificación.

En nuestro criterio, y dentro del contexto de las características del fondo calificado, la fiduciaria presenta una excelente capacidad técnica, operativa y económica. Los principales ejecutivos de FIDUCIA S.A., son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión. El administrador mantiene sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos suficientes para cumplir con sus funciones. Por último, sus estados financieros reflejan solvencia patrimonial y resultados positivos en el tiempo.

Los inmuebles que comprará el fondo están terminados y mantienen contratos de arrendamiento vigentes con plazos mínimos de entre 5 y 10 años, con tarifas definidas contractualmente de forma previa durante el tiempo del contrato, y fuertes penalidades por incumplimiento. Los arrendatarios son empresas de primer nivel y trayectoria, que han efectuado fuertes inversiones en acabados y adecuaciones y por tanto tienen un fuerte incentivo de permanecer en sus oficinas.

En relación al riesgo de fluctuación en el precio de los inmuebles adquiridos, durante los 10 años de vigencia estimada del fondo, el riesgo se mitiga por el precio de adquisición pactado, que es inferior al reflejado en los avalúos realizados por partes independientes; las inversiones permanentes realizadas por los arrendatarios; la ubicación y características constructivas del edificio, y el hecho de que el monto obtenido de las cuotas de participación representan inicialmente el 27% del inmueble y al final de los 10 años, con el pago total del pasivo financiero, el 100% del monto de los activos del fondo será propiedad de los cuotahabientes.

El riesgo de daños al edificio producido por desastres naturales o terceros se mitiga con la existencia de un seguro Todo Riesgo, para salvaguardar el patrimonio del fondo. Por su parte, cada arrendatario dispone de un seguro de responsabilidad por daños que pudieran ocasionar a terceros en sus instalaciones.

Los escenarios de estrés analizados incluyen supuestos relacionados a incrementos en gastos financieros, operacionales y afectaciones en los ingresos por salidas anticipadas de los arrendatarios. En función de los mismos podemos concluir que la rentabilidad del fondo se mantenga en dos dígitos. Por otra parte, el riesgo de refinanciamiento de su pasivo estará cubierto por su plazo de otorgamiento y el administrador tiene una flexibilidad suficiente para poder reaccionar ante las distintas circunstancias que se presenten.

Alcance de la Calificación

El fondo de inversión colectivo FIBRA ECU01 emitió cuotas de participación, que son instrumentos de renta variable, por lo cual, el fondo no garantiza los rendimientos específicos que pueda generar, ni la devolución del capital.

Las calificaciones otorgadas a fondos colectivos y otros instrumentos de renta variable no son comparables con las calificaciones otorgadas a instrumentos de renta fija. En este sentido, la calificación del fondo se basa en un análisis prospectivo de los factores cualitativos y cuantitativos de riesgo y sus mitigantes. Se analizará el enfoque estratégico del fondo, su política y filosofía de inversión, procesos operativos y recursos tecnológicos, experiencia de la administración y la fiduciaria a cargo, así como la calidad de portafolio de inversiones. Adicionalmente, se evaluará el plan de negocios en distintos escenarios de estrés, para determinar la sensibilidad de los retornos frente a cambios propios de la estructura financiera del fondo y sistemáticos.

En el análisis financiero, la calificadora se enfoca en los distintos riesgos a los que puede estar expuesto el fondo y sus mitigantes, para estimar el riesgo de que los partícipes no recuperen al menos su capital invertido al final del horizonte de inversión. No obstante, lo dicho no puede interpretarse como una garantía de ningún tipo respecto al desempeño futuro del fondo y la rentabilidad mínima que generará.

Las calificaciones de fondos de BWR no incluyen el *riesgo de evento*, definido como un acontecimiento no anticipado de carácter natural o social y de baja probabilidad de ocurrencia. Importantes riesgos de eventos para fondos incluyen cambios repentinos, dramáticos e inesperados en los precios o la liquidez de los mercados financieros y decisiones regulatorias adversas, cambios en la administradora de fondos, fraude u otros desajustes imprevistos en el control interno y gobierno corporativo, así como litigaciones y liquidaciones masivas impulsadas por factores previamente mencionados, u otros motivos. Este tipo de eventos se considerarán en la calificación en la medida en que ocurran.

La calificación otorgada considera un horizonte de inversión de al menos 10 años, que es el plazo definido para la liquidación del fondo. El riesgo de mercado y/o liquidez proveniente de la salida anticipada a través de la venta de las cuotas de participación en el mercado de valores no es un factor considerado en la calificación.

Perfil

Fondo Colectivo de Inversión Inmobiliaria de Largo Plazo

El Fondo Fibra ECU01 tiene como finalidad primordial invertir en la compra de bienes inmuebles, que sean recomendados por su Comité Inmobiliario y aprobados por su Comité de Inversiones. Los bienes adquiridos serán destinados para arrendarlos a personas jurídicas nacionales o extranjeras y que cuenten con las características mínimas determinadas por el Comité Inmobiliario.

El fondo está administrado por la compañía ecuatoriana Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, la cual se halla legalmente facultada para actuar como fiduciaria de negocios fiduciarios, procesos de titularización y fondos de inversión.

El fondo efectuó en agosto de este año la oferta pública de 1860 cuotas de participación en la Bolsa de Valores de Quito, con un valor nominal de USD 1,000 cada una. Estas cuotas no serán rescatables, su monto se reducirá solo con ocasión de una reducción parcial de las referidas, ofrecida a todos los inversores, previa instrucción de la Asamblea de inversionistas. En este sentido, si un partícipe quisiera liquidar su exposición en el fondo, deberá recurrir al mercado secundario para su comercialización a través de las bolsas de valores nacionales.

De acuerdo a lo previsto en la legislación actual, los ingresos que obtenga el fondo se encuentran exentos del pago de impuesto a la renta.

Las contrapartes del Fondo en sus distintas etapas, se detallan a continuación.

- **Administrador:** Fiducia S.A.
- **Estructurador Financiero:** Analytica Securities.
- **Oferta Pública:** Analytica Securities.
- **Comité Inmobiliario:** designado por el Administrador.
- **Calificadora de Riesgos:** BankWatch Ratings.
- **Peritos evaluadores:** A designar por el Comité Inmobiliario.
- **Auditor Externo:** Será designado por el Administrador, quien nos ha informado que será la empresa BDO.
- **Comité de Inversiones:** Comité de Inversiones de Fiducia.
- **Custodio:** DECEVALE.

Mercado Inmobiliario

La estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

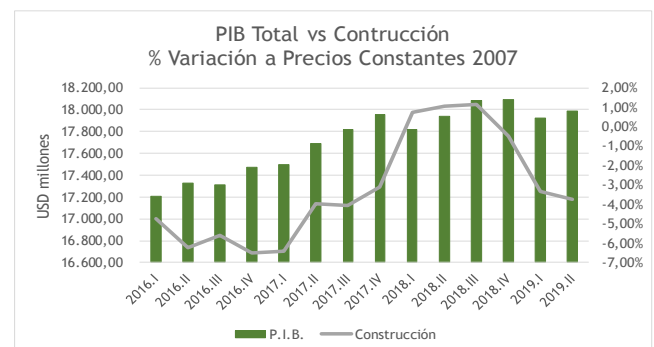
El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del estado y dispararía ajustes violentos con costos social y económico más altos. En el escenario de incumplimiento de los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. El recorte en empleos del sector público no ha sido muy importante: aproximadamente 3,000 despidos en este año. El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (4,200MM del FMI y 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a las siguientes finalidades: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables.

El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido a su uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse. En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado: bancos, cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). Los bancos privados son los mayores prestamistas de créditos hipotecarios, seguidos de las cooperativas de ahorro y crédito; finalmente, las Mutualistas obtienen el tercer lugar dentro de este ranking.



Elaboración: BankWatch Ratings
 Fuente: BCE

Durante el segundo trimestre, el sector de la construcción registró una contracción del 3.7% interanual, ocasionado en parte por una menor colocación de créditos hipotecarios. En este sentido, el número de operaciones de créditos otorgados por el sector financiero público incluyendo el BIESS, se redujo un 17.4%; las

concedidas por el sistema financiero privado y de la Economía Popular y Solidaria se contraen un 26.8% en el crédito destinado para viviendas de interés público y un -8.7% para el crédito inmobiliario durante el mismo periodo de análisis.

La banca privada ha mostrado relativo interés en aumentar su cartera de créditos de vivienda, por ser un segmento con indicadores de morosidad más estables, por los volúmenes de financiamiento, y por las garantías reales que contraponen a los créditos. No obstante, estas carteras generan un mayor descalce de plazos entre su activo y su pasivo que otros portafolios.

Además de la afectación que registró la industria ecuatoriana por la recesión económica de los últimos años, este sector sufrió una contracción importante tras la aprobación de la Ley para Evitar la Especulación de la Tierra (ley de plusvalía), que fue aprobada por la Asamblea Nacional el 27 de diciembre del 2016 y que tras la consulta popular realizada en febrero del 2018 fue derogada. La derogación de la ley antes mencionada generó una perspectiva positiva para la reactivación del sector y su desarrollo. No obstante, este sector aún no muestra una recuperación importante. Una caída de la liquidez de la economía podría presionar el financiamiento para el sector y por tanto las perspectivas de crecimiento de la construcción en el mediano plazo.

Dentro del proyecto de ley económica urgente presentado a la Asamblea el pasado 24 de mayo se planteó la exoneración por diez años del Impuesto a la Renta para nuevas inversiones en sectores priorizados (como el de la construcción). Además, la construcción de vivienda de interés social tendrá tarifa 0% de Impuesto al Valor Agregado (IVA). Esto podría generar incentivos para la reactivación de este sector.

La perspectiva de crecimiento del sistema hipotecario del país es conservadora para el corto plazo. Si bien existe un impulso relativo desde el Gobierno, este sector está estrechamente relacionado a la disponibilidad de liquidez y sensible a cambios en otros sectores como el comercial y el importador. Los bancos privados continuarían con un crecimiento moderado en el corto plazo.

Mercado de Fondos Colectivos de Inversión Inmobiliaria

A ago-2019, el mercado ecuatoriano de fondos de inversión cuenta con un único fondo de inversión colectivo destinado a la inversión en activos

inmobiliarios, el Fondo de Inversión Colectiva FIBRA ECU01. Este fondo es el primero en su tipo, por lo tanto, su comparativa con otros fondos similares no es posible. Sin embargo, su estructura financiera y operativa mantiene similitud con los *REITS* (Real Estate Investments Trust) del mercado estadounidense, las FIBRAS de los mercados mexicanos y fondos inmobiliarios en otros países de Latinoamérica.

Para dinamizar la economía nacional, el gobierno impulsa estos fondos a través de la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal.

Esta normativa otorga exenciones fiscales a los fondos de inversión colectivos inmobiliarios, que cumplan ciertos aspectos, como la repartición de la totalidad de beneficios netos a sus accionistas, que sus cuotas se encuentren inscritas en el Catastro Público del mercado de valores; que el cuotahabiente haya mantenido la inversión en el fondo colectivo por un plazo superior a un año, y que al final del ejercicio impositivo tenga como mínimo cincuenta accionistas, ninguno de los cuales sea el titular de forma directa o indirecta del 30% o más del patrimonio del fondo.

Administración del Fondo

Experiencia fiduciaria y de administración

El Fondo de Inversión Colectiva FIBRA ECU01 es administrado por Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia en adelante). La fiduciaria se constituyó originalmente en 1985 bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual. La empresa fue autorizada para administrar fondos de inversión y para representar fondos internacionales de inversión, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, el 28 de febrero del 2013.

En julio del 2012 Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles adquirió la compañía Amazonas Capital Management, Administradora de Fondos S.A. AMAFON, que administraba fondos administrativos.

A ago-2019, además del Fondo Colectivo FIBRA ECU01, Fiducia administra cinco fondos de inversión administrados con un patrimonio neto agregado de USD 187.8MM, lo que representa un 32.9% del mercado.

Dentro de su trayectoria mantiene experiencia relevante en la gestión de fideicomisos inmobiliarios y varios fideicomisos de administración, de garantía

y procesos de titularización.

Los principales ejecutivos de la Administradora, son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión, aspecto positivo para la gestión del portafolio administrado.

Después de analizar la experiencia e historial de la administradora y del equipo de inversión en la administración del fondo; la calidad y estabilidad de los procesos operativos; la infraestructura tecnológica y los controles internos, se concluye que Fiducia S.A. está calificada para administrar el fondo analizado en este informe.

Sistemas tecnológicos, Controles internos y Políticas operacionales

Los fondos administrados por Fiducia tienen su propia contabilidad y sus activos se encuentran adecuadamente identificados y custodiados.

La Administradora cuenta con sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos en sus departamentos de sistemas ubicados en las ciudades de Quito y Guayaquil, cada uno con su propio Data Center y enlazados por un canal de datos. La información se respalda mensualmente y se almacena en discos duros físicos en un casillero de seguridad, perteneciente a una institución bancaria. Adicionalmente, Fiducia dispone de un Plan de Contingencia actualizado, para evitar que las operaciones normales dentro de la empresa se vean afectadas por imprevistos.

La fiduciaria utiliza el aplicativo Gestor, especializado en controlar la administración contable y operativa de fideicomisos y fondos. Este sistema está conformado por diversos módulos intercomunicados entre sí, que permiten compartir información y evitan redundancias en los datos. A través del mismo se puede gestionar de forma independiente cada fondo y fideicomiso, manejar las cuentas bancarias, y hacer un adecuado seguimiento de pagos, cobros y anulaciones. También dispone de varias herramientas para manejar los bienes pertenecientes o en garantía de cada entidad administrada.

Este sistema permite un monitoreo de los usuarios y la información a la que acceden; define roles para los diferentes accesos a módulos. En la operativa financiera, la plataforma facilita el seguimiento de los flujos monetarios de los créditos procedentes de la Fiduciaria y la comercialización de bienes.

Para la gestión de los procesos del negocio, la empresa cuenta con la plataforma BPM-AURA Portal,

que permite modelizar, implementar y ejecutar un conjunto de actividades o procesos interrelacionados. Con esta herramienta, la Administradora puede automatizar de manera sencilla cualquier proceso, incluidos los relacionados con Recursos Humanos, Control de Calidad, Compras, entre otros. Su principal beneficio es la detección y monitoreo de los puntos débiles y fortalece las actividades más importantes. Por lo tanto, permite que la Fiduciaria sea más flexible, competitiva y eficiente.

Para mantener informado al inversionista, la empresa dispone de un portal electrónico con información a terceros sobre los fondos de inversión administrados en cualquier momento y sin restricción geográfica para acceder al mismo.

La gestión del personal de la fiduciaria, se realiza mediante el sistema COMPERS, que facilita el monitoreo del capital humano y sus competencias a través de su automatización. Por otra parte, cuentan con el apoyo legal de la plataforma LEXIS, que ofrece una biblioteca con todas las normas vigentes del Ecuador y se actualiza constantemente. Con ello, el departamento legal de la empresa dispone de un respaldo para una toma de decisiones apropiada.

Análisis de Principales Riesgos y Mitigantes

En el análisis de riesgo de un proyecto inmobiliario existen varios factores que pueden afectar a los flujos de fondos estimados originalmente, y por tanto su rentabilidad. A ago-2019, los principales riesgos del Fondo se mantienen sin cambios materiales.

El riesgo de construcción involucra entre otros, la posibilidad de aumentos en los costos de la obra, que afecten a la rentabilidad final del proyecto. El Fondo FIBRA ECU01 no estará expuesto a este riesgo puesto que con los recursos captados invertirá en la compra de los inmuebles terminados detallados en su reglamento interno.

El riesgo del negocio hace referencia al inherente del tipo de proyecto que se busca desarrollar y a la sensibilidad del mismo al entorno económico. Para este tipo de fondo se considera como principales factores de riesgo los siguientes: a) fluctuaciones en el grado de ocupación de los inmuebles arrendados, b) las variaciones en el precio de los arriendos, c) la fluctuación en el precio de los inmuebles, y d) daños de cualquier tipo en los activos de su propiedad.

Respecto a los dos primeros factores de riesgo, los

inmuebles que comprará el fondo inicialmente mantienen contratos de arrendamiento vigentes con plazos mínimos de permanencia de entre 5 y 10 años, con tarifas definidas contractualmente de forma previa durante el tiempo del contrato, y fuertes penalidades por incumplimiento.

Los arrendatarios son empresas de amplia trayectoria nacional e internacional, que han efectuado fuertes inversiones en acabados y adecuaciones dentro de los bienes arrendados, y por tanto tienen un fuerte incentivo de permanecer en sus oficinas para amortizar su inversión inicial. Esto mitiga el riesgo de contraparte.

Respecto al riesgo de la fluctuación en el precio de los inmuebles adquiridos durante los 10 años de vigencia estimada del fondo, el riesgo se mitiga por el precio de adquisición pactado, que es inferior al reflejado en los avalúos realizados por partes independientes; las inversiones permanentes realizadas por los arrendatarios; la ubicación y características constructivas del edificio, y el hecho de que el monto obtenido de las cuotas de participación representan inicialmente el 27% del inmueble y al final de los 10 años, con el pago total del pasivo financiero, el 100% del monto de los activos del fondo será propiedad de los cotahabientes. A la fecha de análisis, el Fondo Fibra ECU01 mantiene un contrato de compraventa con su contraparte, el Fideicomiso Corpo Seis, por USD 6.5MM. Este contrato abarca todas las unidades inmobiliarias consideradas en el estudio de factibilidad del Fondo y su cuantía es igual a la estimada en el análisis inicial.

La construcción del Edificio Torre 6 donde se encuentran los inmuebles que comprará el fondo inicialmente, estuvo a cargo de SEMAICA, en alianza estratégica con NOUVIT de España. SEMAICA cuenta con amplia experiencia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios a nivel nacional y desde el año 1958 ha construido 18 edificios multiusos en sectores importantes de la ciudad de Quito, para clientes institucionales tanto públicos como privados.

El edificio se encuentra ubicado en una zona residencial y comercial importante dentro de la capital, y su diseño, instalaciones comunales y calidad de acabados lo hacen atractivo por parte de empresas de alto nivel adquisitivo. El edificio cuenta con la certificación internacional LEED, que garantiza un ahorro significativo de energía eléctrica, agua y una mejor gestión de residuos, que permite cumplir los fines de sostenibilidad. Esta característica puede tener un impacto positivo en la plusvalía de los inmuebles. Adicionalmente, el

edificio recibió asesoría en construcción antisísmica de la empresa Renelagos Engineers, especializada en ingeniería estructural, con la finalidad de mejorar la infraestructura del Edificio Torres Seis y evitar futuros daños por sismos.

El riesgo de daños al edificio producido por desastres naturales o terceros se mitiga con la existencia de un seguro Todo Riesgo, para salvaguardar el patrimonio del fondo. Por su parte, cada arrendatario dispone de un seguro de responsabilidad por daños que pudieran ocasionar a terceros en sus instalaciones.

Respecto a los gastos operativos del fondo, se espera que se mantengan estables debido a que en su mayoría están predefinidos, sin embargo, pueden variar según la inflación o cambios de proveedores. El gasto operativo más relevante corresponde a los honorarios de la Fiduciaria, los cuales se detallan en el reglamento interno y corresponden a un gasto variable en función de tamaño del activo del fondo. En la siguiente sección, se analizan varios escenarios donde se aprecia el efecto en liquidez y rentabilidad que tendría una variación de hasta un 15% en algunos gastos operativos del fondo.

Por otro lado, el fondo mantendrá un apalancamiento financiero elevado que se irá reduciendo paulatinamente, y que estará respaldado por la hipoteca de inmuebles de propiedad del fondo. El riesgo de refinanciamiento estará cubierto debido a que los créditos deberán mantener condiciones de pago acordes a los flujos proyectados del fondo.

El importante gasto financiero que asumirá el fondo, especialmente en sus primeros años genera menor flexibilidad ante un incremento de gastos no previstos, incrementos en la tasa de interés y/o afectaciones por cualquier motivo en los ingresos de arrendamiento. Este riesgo se mitiga por la liquidez que mantendrá el fondo, y que estará compuesta por a) la garantía de los arrendatarios entregada USD 142 M, b) la provisión diaria de los recursos líquidos para los gastos futuros planificados, c) los excedentes proyectados en los primeros cuatro meses, gracias al periodo de gracia inicial en el pago de capital de los créditos que se obtendrán, y d) la flexibilidad en el pago de los honorarios a la fiduciaria, que se harán siempre que exista la disponibilidad de recursos líquidos.

Por último, los recursos líquidos del fondo estarán expuestos al riesgo crediticio de las instituciones financieras donde los depositen o emisores con los que se inviertan. Este riesgo se considera bajo ya que se encuentra mitigado por una conservadora política de inversión.

Análisis del Modelo de Negocios del Fondo

A la fecha de análisis, el Estudio de Factibilidad del Fondo FIBRA ECU-01 presenta cambios leves, respecto de su proyección inicial. Sin embargo, estos cambios no suponen un elevado riesgo para el desempeño operativo y la rentabilidad del Fondo.

Según el Estudio de Factibilidad preparado por el estructurador financiero, el fondo contabilizará activos por USD 6.6 MM, de los cuales un 27.1% corresponden al patrimonio aportado por los inversores mediante la suscripción de cuotas de participación, y el 72.9% restante es un pasivo financiado con un crédito bancario. A la fecha de análisis, el fondo tiene un patrimonio de USD 1.8MM obtenidos por la colocación de sus cuotas en el mercado de valores local, y dispone de dos cartas de aprobación de créditos, por parte de una importante institución financiera, para financiar la compra de los inmuebles previstos.

Entre los supuestos de proyección del escenario base de dicho estudio, se estima una inflación anual de 2.5% en promedio; un ingreso por arriendos de USD 19.6 por metro cuadrado; un costo de adquisición promedio de USD 1,496 por metro cuadrado y una revalorización promedio de los inmuebles del 5.6% anual.

Por su parte, los principales ingresos del Fondo durante un horizonte temporal de 10 años serán aquellos provenientes de las rentas generadas por el arrendamiento de los inmuebles ubicados en el Edificio Torre Seis y en menor medida de ingresos por intereses por la inversión de las garantías recibidas de los arrendatarios.

Respecto a los gastos, el rubro más representativo será el gasto financiero. Dentro de los principales gastos operativos podemos nombrar al pago de impuestos prediales; peritajes bianuales; calificación de riesgo; pólizas de seguro; auditoría externa; custodia de valores, y manejo de la fiduciaria. A ago-2019, el gasto financiero se incrementa levemente en comparación con su estimación inicial. El modelo de factibilidad estimaba una tasa nominal de un 8.5% anual, sin embargo, según las cartas de aprobación de crédito, la tasa fijada por su contraparte es de un 8.95% anual reajutable anualmente. El plazo de financiamiento se mantiene acorde a lo planificado en el Estudio de Factibilidad.

Como parte del análisis del modelo de negocios del fondo se aplicaron distintos escenarios para evaluar la sensibilidad de la tasa interna de retorno, expresada en términos nominales con capitalización mensual, ante distintos escenarios de estrés.

Los escenarios evaluados fueron los siguientes:

- Escenario base: considera los gastos operativos incluidos en el Estudio de Factibilidad Financiera del Fondo, con ajustes puntuales de acuerdo al criterio de la calificadora.
- Escenario 2: Incremento de 15% en los gastos operativos susceptibles a variar en el tiempo, adicionales a los ajustes inflacionarios ya considerados en el escenario base.
- Escenario 3: Combinación entre la salida de distintos arrendatarios a partir del quinto año de vigencia, con períodos supuestos para la venta o para conseguir nuevos inquilinos de 12 meses, y con la consideración de las penalidades descritas en cada contrato para estos casos. Este escenario contempla también el incremento de 15% en los gastos operativos susceptibles a variar en el tiempo.

No se consideran escenarios de salida de arrendatarios antes de los 5 años debido a que todos los contratos son de cumplimiento forzoso en dicho plazo, y a las inversiones en adecuación que han realizado los arrendatarios y que deben amortizar.

La variable más importante para la rentabilidad total del inversionista es el valor de venta de los inmuebles. Si bien las características del edificio hacen prever que estos bienes podrían beneficiarse de plusvalía en el tiempo, considerando la incertidumbre ligada a un horizonte de 10 años, se evaluó cada escenario utilizando distintos supuestos al respecto.

A continuación, se presenta un resumen del resultado de dicho análisis, que muestra que, si bien la tasa interna de retorno es susceptible de variaciones importantes, se esperaría que se mantenga positiva y fluctúe en valores de dos dígitos.

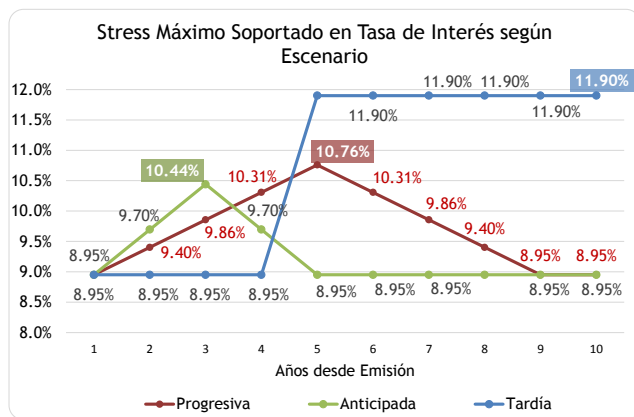
Sensibilidad de la Tasa Interna de Retorno ante Escenarios de Estrés					
	Plusvalía				
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	5.6%
plusvalía anual promedio	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	5.6%
plusvalía acumulada en 10 años	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	73.1%
Escenario base	13.26%	13.74%	14.19%	14.63%	19.22%
Escenario 2	12.91%	13.40%	13.86%	14.31%	18.98%
Escenario 3	12.50%	13.00%	13.48%	13.94%	18.71%

Pese al incremento en el gasto financiero, la rentabilidad estimada se mantiene en dos dígitos al final del horizonte de inversión (10 años), analizado en el Estudio de Factibilidad, aún si se considera una caída del 10% en el valor de mercado de los inmuebles frente a su valor de compra.

Dentro de cada escenario se analizó también la variación en la liquidez del fondo, y su capacidad

para honrar los pagos proyectados de capital e interés del pasivo financiero. En todos los casos antes señalados se esperaría que los flujos mensuales sean suficientes en relación a sus obligaciones. No obstante, de generarse situaciones extremas no contempladas dentro de estos escenarios, las instancias administrativas del fondo tienen cierta flexibilidad para ajustarse a las mismas.

Los escenarios anotados utilizaron un supuesto de tasa de financiamiento de 8.95% estable a lo largo del tiempo, recogiendo la proyección del informe de factibilidad financiera. A continuación se pueden observar los mayores niveles de estrés en tasa de interés que el fondo podría cubrir normalmente con los flujos proyectados.



Si la tasa de interés se incrementará más allá de estos niveles podrían generarse presiones temporales en la liquidez del fondo, dependiendo del comportamiento de las demás variables. En este sentido, el reglamento interno del fondo establece la responsabilidad del Comité de Inversiones de negociar las condiciones financieras necesarias para atender los mejores intereses de los inversionistas, y por otro lado, la administración dispone de flexibilidad suficiente para tomar medidas para salvaguardar el interés de los inversionistas, incluyendo la posibilidad de liquidar activos anticipadamente para disminuir el apalancamiento y en el caso de una afectación por tasa de interés, en último término ajustar el plazo de vigencia del fondo en función de lograr una ampliación del plazo del financiamiento y por tanto un menor servicio de la deuda.

Opinión Legal sobre el Proceso Operativo del Fondo FIBRA ECU01

Hemos recibido una opinión legal independiente de que el reglamento interno del FONDO FIBRA ECU01 y

su proceso de constitución cumplen con los requisitos señalados en el artículo 78 de la Ley de Mercado de Valores.

Adicionalmente, se ratifica la capacidad legal de Fiducia S.A. para desempeñar sus funciones como administradora del fondo.

Los contratos de arrendamiento de los inmuebles que el fondo comprará al inicio de la fase de operación cuentan con una cláusula que permite la cesión de los beneficios del contrato a terceros, siempre que exista un cambio en la titularidad de los inmuebles, sin que ello conlleve a un cambio en las condiciones ya establecidas o implique una causal de terminación de los mismos.

Desempeño Operativo del Fondo

A ago-2019, el Fondo Fibra ECU01 cumplió con los requisitos necesarios para alcanzar su Punto de Equilibrio, con lo que da por terminada su Fase Inicial. El administrador del Fondo certifica que se cumplió, en su totalidad, con los 4 requisitos que condicionaban el inicio de la Fase Operativa del Fondo.

En detalle, los principales requerimientos del Fondo se concretaron según el siguiente cronograma:

- Constitución del Fondo de Inversión Colectivo Fibra ECU01, por parte del Administrador, el 16 de abril del 2019.
- Inscripción del Fondo y Cuotas de Participación en la Bolsa de Valores de Quito el 22 de mayo del 2019. No obstante, la colocación de las Cuotas de Participación en el mercado de valores, se efectuó el 21 de agosto del 2019.
- Suscripción del contrato de promesa de compraventa, entre el Fondo y el Fideicomiso Corpo Seis, el 19 de julio del 2019.
- Aprobación de la operación de crédito por USD 5MM con una institución financiera local, el 5 de agosto del 2019.

Las contrapartes del Fondo se mantienen sin cambios a la fecha de análisis, según la planificación inicial. Adicionalmente, se procedió con el nombramiento de los miembros del Comité Inmobiliario y de Inversiones.

Respecto al Comité Inmobiliario, en abril-2019 se designó a los miembros que conformaran este comité, por un periodo de 3 años a partir de la fecha de constitución del Fondo. Los miembros designados tienen una amplia trayectoria en proyectos de inversión inmobiliaria, tanto a nivel local como internacional, y cumplen con los

requerimientos detallados en el reglamento interno del Fondo.

Por su parte, el Comité de Inversiones del Fondo está conformado por el comité de inversiones del Administrador, el cual está dirigido por 5 miembros con amplia experiencia y trayectoria en el mercado de valores y finanzas corporativas a nivel nacional.

A la fecha de análisis, no se ha designado a los miembros del Comité de Vigilancia.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la cual fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleva a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. La naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2019.