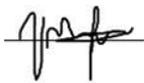




Metodología de calificación de riesgo de bolsas de valores (Ecuador)

Elaborado por:		Revisado / Aprobado por:	
	Victor Garcia Garcia Director de Análisis		Oscar Jasau Sabat Presidente Ejecutivo

ÍNDICE DE CONTENIDO

BITÁCORA DE MODIFICACIONES.....	3
1. OBJETIVO	4
2. ALCANCE	4
3. DEFINICIONES	4
4. CONDICIONES BÁSICAS	7
5. CONDICIONES ESPECÍFICAS.....	8
5.1 Metodología	8
5.1.1 Entorno operativo (subsector).....	8
5.1.2 Administración.....	9
5.1.3 Posición competitiva	11
5.1.4 Administración de riesgos.....	12
5.1.5 Perfil financiero.....	14
6. DETERMINACIÓN DE LA CALIFICACIÓN FINAL	16
ANEXO 1. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN – BOLSA DE VALORES	17

BITÁCORA DE MODIFICACIONES

Bitácora de Modificaciones				
No	Sección y No. de página modificada	Descripción del cambio	Fecha de modificación	Nro. de Versión
-	No Aplica	No aplica, por ser la primera versión del documento	-	1
1	Sección 3. Definiciones, página 4	Ajustes de forma varios a fin de alinear las definiciones a la normativa local	10/01/2025	2
2	Sección 6. Condiciones básicas y Sección 7. Condiciones específicas, páginas 6-7	Ajustes de forma varios a fin de alinear las condiciones básicas y específicas a la normativa local	10/01/2025	2
3	Sección 3. Definiciones, página 4	Ajustes varios a fin de incorporar las sugerencias del organismo regulador	20/01/2025	3

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 4 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

1. OBJETIVO

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo utilizados por Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating (PCR) de compañías de servicios financieros (CSF) tales como las bolsas de valores, las cuales son una clase de Mercado bursátil donde se realizan la compra y venta de valores tales como acciones, bonos y otros instrumentos financieros.

2. ALCANCE

El presente criterio de calificación de riesgo es aplicado en la evaluación a CSF cuya actividad financiera dependen ampliamente de comisiones como ingreso y presenta riesgo de balance limitado (CSF con riesgo de balance limitado), tales como las bolsas de valores. PCR considera que el riesgo de éstas proviene de su habilidad para generar caja o su inhabilidad para cubrir sus obligaciones financieras con su flujo de caja operativo (situación similar al común de las corporaciones no financieras). En su evaluación se incorpora otros aspectos provenientes de la metodología de riesgo de corporaciones de PCR como la rentabilidad, el capital, apalancamiento y liquidez.

Además, las CSF evaluadas pueden estar organizadas bajo distintos marcos jurídicos especiales dependiendo del modelo de negocio y país por lo que la evaluación deberá en todo aspecto respetar tales leyes y/o reglamentos.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. DEFINICIONES

Mercado bursátil

El mercado bursátil en Ecuador es una parte fundamental del mercado de valores donde se negocian instrumentos financieros como acciones, bonos y obligaciones. El principal objetivo es facilitar la captación de recursos para empresas y entidades públicas, al tiempo que ofrece a los inversionistas oportunidades de obtener rendimientos. Las transacciones se realizan a través de las dos bolsas de valores del país: la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) y la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), las cuales actúan como intermediarias entre emisores e inversionistas.

Entre los participantes clave del mercado bursátil están los emisores, que colocan valores para financiar proyectos, los inversionistas, que buscan rentabilidad a través de la compra de estos valores, y las casas de valores, que funcionan como intermediarios autorizados. Los instrumentos negociados incluyen valores de renta fija, como bonos y papeles comerciales, que ofrecen un retorno fijo, y de renta variable, como las acciones, cuya rentabilidad depende del desempeño de la empresa emisora.

El mercado está regulado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que vela por la transparencia y protege los intereses de los inversionistas.

Registro Especial Bursátil (REB)

El Registro Especial Bursátil (REB) en Ecuador es un mecanismo diseñado para facilitar el acceso de pequeñas y medianas empresas (PYMES) y organizaciones de la economía popular y solidaria al mercado de valores. Su objetivo principal es ofrecer alternativas de financiamiento más accesibles y flexibles para estas entidades, permitiéndoles emitir valores sin necesidad de estar inscritas en el mercado de valores tradicional.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 5 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

Compañía de servicios financieros

Una compañía de servicios financieros ofrece productos y servicios relacionados con la gestión del dinero, inversiones, financiamiento, seguros y planificación financiera. Estas entidades actúan como intermediarias entre individuos, empresas e instituciones, facilitando el acceso a crédito, inversión de capital y protección contra riesgos. Existen diversos tipos de compañías en este sector, entre ellas las casas de valores. Las casas de valores son sociedades anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Su objetivo principal es actuar como intermediarios en el mercado bursátil, conectando a inversionistas con empresas que buscan financiamiento.

Las casas de valores desempeñan diversas funciones cruciales en el mercado ecuatoriano:

- **Intermediación de valores:** Son los únicos entes autorizados para realizar la compra y venta de títulos valores por cuenta de terceros o por cuenta propia en el mercado bursátil.
- **Asesoramiento financiero:** Brindan asesoría especializada a empresas e inversionistas sobre opciones de financiamiento e inversión en el mercado de valores.
- **Estructuración de emisiones:** Ayudan a las empresas a diseñar y colocar nuevas emisiones de títulos valores en el mercado.
- **Administración de portafolios:** Pueden administrar portafolios de valores o dinero de terceros para fines de inversión.
- **Operaciones de underwriting:** Participan en la colocación de emisiones primarias de valores, garantizando su adquisición parcial o total.
- **Negociación de valores:** Realizan operaciones de compra y venta de valores en las bolsas de valores del país.
- **Información y análisis:** Proporcionan a sus clientes información oportuna y análisis sobre el mercado de valores para la toma de decisiones.

Mercado financiero

Aquel en que se negocia dinero y otros activos financieros. Generalmente no están situados en un lugar concreto, sino que se llaman así al conjunto de participantes en la negociación, incluyendo los sistemas de reglas del funcionamiento. El objeto de transacción es en realidad el tiempo, pues se compra o se vende capacidad adquisitiva en el futuro. Sus cuatro núcleos fundamentales son: mercado monetario, mercado de deuda pública, mercado de capitales, y las instituciones de inversión colectiva. Dependiendo del modo en que se ha realizado la emisión de los activos financieros puede hablarse de mercado primario o mercado secundario.

Emisores de valores

Un emisor de valores es una entidad, ya sea pública o privada, que emite instrumentos financieros en el mercado de valores para captar recursos del público inversionista. Estos instrumentos pueden ser acciones, obligaciones, bonos, papeles comerciales, entre otros. Los emisores de valores suelen ser empresas, gobiernos o instituciones financieras que buscan financiar sus actividades, proyectos o crecimiento.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 6 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

Inversionista

Un inversionista es una persona, empresa o entidad que destina recursos económicos, generalmente dinero, a la adquisición de activos con el objetivo de obtener ganancias o rendimientos en el futuro. Los inversionistas desempeñan un papel clave en el mercado de valores y en la economía en general, ya que su capital financia proyectos, empresas y gobiernos.

En el mercado de valores, los inversionistas pueden comprar instrumentos financieros como acciones, bonos, obligaciones o fondos de inversión. Estos activos ofrecen diferentes niveles de riesgo y rentabilidad, y la elección depende de los objetivos y perfil de riesgo del inversionista.

Riesgo crediticio

Es la probabilidad de que los intereses y el principal o ambos, de un crédito no sean repagados a partir del incumplimiento de las obligaciones de los deudores o el cumplimiento imperfecto de las obligaciones en los términos acordados. Existen métodos para el estudio de este tipo de riesgo: análisis de funcionamiento, y análisis de liquidación. *E.i.: credit risk* es la posibilidad de que la bolsa de valores incurra en pérdidas y se disminuya el valor de su patrimonio como consecuencia de que sus deudores fallen en el cumplimiento oportuno de sus obligaciones o cumplan imperfectamente sus obligaciones en los términos acordados.

Riesgo de cambio

Se refiere a la posible generación de pérdidas en el valor de los activos, pasivos, o compromisos, que se reflejan en cuentas de orden, como resultado de fluctuaciones en la cotización de las divisas en que se denominen. *E.i.: exchangerisk*.

Riesgo de liquidez

Se refiere a la posibilidad de incurrir en pérdidas por no disponer de recursos líquidos suficientes para afrontar el cumplimiento de las obligaciones asumidas. En el caso de las entidades bancarias, su importancia actual es menor que en el pasado, tanto por el desarrollo e integración de los mercados monetarios entre sí, como por el apoyo de los bancos centrales como prestamista de última instancia. *E.i.: liquidity risk*

Riesgo de mercado // riesgo sistemático

Surge cuando los tipos de interés o de cambio se mueven de manera inversa a la prevista y ocasionan una variación del valor de mercado de los activos y pasivos en los que se mantienen posiciones dentro o fuera de balance. // Es el que se adquiere al poseer una acción, y que no desaparece al diversificarsela cartera con otras muchas acciones. También se llama riesgo no diversificable o riesgo de mercado. Es la causa de la volatilidad de los mercados. *E.i.: market risk // systematic risk*

Blanquear dinero

Dícese, coloquialmente, de las distintas fórmulas que existe para legalizar, de alguna manera, las disponibilidades de dinero que no aflora en las cuentas y balances que se tienen a disposición del físico, y que circula en las operaciones comerciales y financieras paralelas. La más típica de ellas es la petición de un crédito con un aval del exterior. *E.i.: money laundering*

Riesgos operaciones y tecnológicos

Se entiende por la posibilidad de incurrir en pérdidas de la entidad y la disminución del valor de su patrimonio como consecuencia de la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos, o bien a causa de acontecimientos externos y cualquier daño, interrupción, alteración o falla derivadas de los sistemas que utiliza para la prestación de sus servicios.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 7 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

Riesgo legal

Es la posibilidad de pérdida de la entidad al ser sancionada u obligada a indemnizar daños como resultado del incumplimiento de normas o regulaciones y obligaciones contractuales; así como, en consecuencia, de las fallas en los contratos y operaciones, derivadas de actuaciones malintencionadas, negligencia o actos involuntarios que afectan la formalización o ejecución de contratos u operaciones.

Riesgo reputacional

Es la posibilidad de pérdida por desprestigio, mala imagen, publicidad negativa, cierta o no, respecto de la entidad, los administradores o sus prácticas de negocios, que cause pérdida de clientes, disminución de ingresos o procesos judiciales.

Planes de continuidad de negocio

Los Planes de Continuidad de Negocio (PCN) son estrategias y procedimientos diseñados para garantizar que una organización pueda seguir operando, o reanudar sus operaciones críticas, después de interrupciones significativas. Estas interrupciones pueden ser causadas por desastres naturales, fallas tecnológicas, ciberataques, pandemias o cualquier otro evento imprevisto que impacte las actividades normales del negocio.

Junta general de accionistas

La Junta General de Accionistas es el máximo órgano de gobierno de una sociedad anónima o compañía por acciones. Está compuesta por los accionistas de la empresa, quienes se reúnen para tomar decisiones importantes relacionadas con la gestión, dirección y operaciones de la compañía. Este órgano representa la voluntad colectiva de los accionistas y tiene autoridad sobre temas estratégicos que afectan el funcionamiento y futuro de la entidad.

4. CONDICIONES BÁSICAS

El enfoque de calificación de PCR para este tipo de instituciones emplea criterios analíticos que incorporan factores cuantitativos y cualitativos.

Previo a obtener la calificación final de las CSF se considera la opinión de PCR sobre un posible soporte patrimonial externo, por ejemplo, de un grupo empresarial, de una sociedad relacionada, o del gobierno. Para ello, se verifica que dicho soporte exista y pueda ser ejercido para determinar si es amplio, moderado o nulo.

Luego se aplican factores específicos de desempeño que provienen de características particulares de la sociedad a calificar. Dichos factores pueden significar una contribución o desmejora a partir de la calificación base ajustada. Los factores específicos de desempeño son la administración, la posición competitiva, la capacidad para la administración del riesgo operativo y el perfil financiero que incluye el capital, apalancamiento, fondeo, liquidez y calidad de sus activos. Estos criterios no son limitados, sino que constituyen un marco de referencia general.

La administración se refiere al análisis conciso y de naturaleza principalmente cualitativa de aspectos de responsabilidad social empresarial y gobierno corporativo de la institución, basados en indicadores de sostenibilidad. La posición competitiva evalúa las fortalezas del modelo de negocio de la sociedad a calificar en relación con sus principales competidores considerando el crecimiento del negocio, y sus objetivos de corto y largo plazo. La administración del riesgo operativo es evaluada a través del impacto sobre el perfil de riesgo del negocio por manejo inadecuado del recurso humano, procesos o tecnología y que además puede traducirse en pérdidas financieras o pérdida de confianza por parte de los clientes. El perfil financiero analiza la suficiencia del capital,

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 8 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

apalancamiento, fondeo y liquidez para absorber posibles pérdidas, habilidad que otorga protección a los principales acreedores mientras el negocio se mantiene en marcha. Por último, el enfoque del análisis del riesgo de crédito de PCR considera los riesgos provenientes de actividades dentro de balance, como el portafolio de inversiones. Con esto se obtiene el perfil de riesgo individual de la sociedad calificada.

A continuación, se exponen los principales criterios que deben ser examinados:

- Entorno operativo (subsector)
 - Nivel de competencia, entorno económico, crecimiento y perspectivas
 - Desarrollo del mercado financiero y de valores
 - Barreras de entrada
 - Marco regulatorio
- Administración
 - Características de la propiedad
 - Experiencia y capacidad de la gerencia
 - Otras variables de gobierno corporativo
- Posición Competitiva
 - Modelo de negocio y competitividad
 - Estabilidad y diversidad del negocio
 - Rentabilidad y eficiencia operativa
- Administración del riesgo operativo
 - Políticas y mecanismos de gestión de riesgo
 - Administración y exposición a riesgos de contraparte
- Perfil financiero
 - Adecuación de capital
 - Apalancamiento
 - Fondeo y liquidez
 - Ingresos y rentabilidad
 - Volumen y volatilidad de las pérdidas operacionales históricas
 - Indicadores bursátiles
 - Riesgo consolidado

5. CONDICIONES ESPECÍFICAS

5.1 Metodología

5.1.1 Entorno operativo (subsector)

Las variables relevantes sobre las cuales se efectúa la evaluación son aquellas que la calificadora determine en virtud de los resultados obtenidos. Entre las variables que podrían ser consideradas, y sin que este detalle resulte restrictivo se puede citar las siguientes:

1) Nivel de competencia, entorno económico, crecimiento y perspectivas

El nivel de competencia se evalúa a través del número de sociedades entrantes al subsector y su regularidad, cuántas de estas son independientes y cuantas tiene relación con instituciones financieras bancarias tradicionales.

El crecimiento y perspectivas se analizan en función al entorno económico del mercado donde se desarrolla la CSF. En el caso de las bolsas de valores, algunos indicadores que se evalúan son el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), la inflación, y la tasa de interés, entre otros indicadores que influyen en la actividad de los Mercados financieros. Asimismo, se considera el

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 9 de 18
--	---------------------------------	----------------	--------------------

impacto de las fases de los ciclos económicos sobre los volúmenes de negociación y las emisiones de valores. Además, factores del sector externo tales como el tipo de cambio, la balanza comercial y los flujos de inversión extranjera pueden influir en la actividad de los emisores y los inversionistas.

2) Desarrollo del mercado financiero y de valores

Otro factor para analizar es el desarrollo del Mercado financiero y de valores, el cual se refiere al grado de madurez y diversificación del sistema en el que opera una bolsa de valores. En ese sentido, se evalúa la amplitud y profundidad del mercado, incluyendo el número y variedad de emisores, instrumentos financieros disponibles y niveles de negociación. También se considera la accesibilidad y participación, en la que se analiza la inclusión de diferentes actores de mercado, desde inversionistas institucionales hasta minoristas, y programas que promuevan la educación financiera. Por último, se evalúa la conectividad internacional teniendo en cuenta el grado de integración con mercados globales, los cuales facilitan la negociación transfronteriza y la atracción de capital extranjero.

3) Barreras de entrada

Barreras de entrada comunes son los requerimientos regulatorios, economías de escala, relación con el cliente, acceso al capital y también la tecnología. En general, se espera encontrar, en los mercados donde PCR opera, un muy limitado número de subsectores con robustas barreras de entrada. Inclusive alguna compañía podría haber alcanzado cierto nivel de diferenciación respecto de la competencia y aun así no estar protegida de nuevos entrantes con innovadoras estrategias. Para analizar la existencia de barreras de entrada se debe identificar la cantidad de sociedades participantes que ofrecen un servicio similar y competitivo en el subsector, evaluar el grado de fragmentación, revisar el nivel de precios, entre otros.

4) Marco regulatorio

En los mercados donde PCR opera, normalmente se cuenta con regulación para el conjunto del Mercado financiero. Además, típicamente dicha reglamentación tiene un mayor alcance en el caso de las instituciones financieras que reciben depósitos del público o que administran fondos de un número importante de clientes buscando ser efectiva y prudente con el fin de mitigar riesgo y promover el desarrollo del sistema. Sin embargo, hay subsectores que no logran beneficiarse de ciertas reglas como el acceso a financiamiento del banco central u otras que limiten la competencia o incrementen los costos. Por lo que se debe evaluar la existencia de una reglamentación especial para el subsector, cambios en la actual que pueda tener impacto financiero tanto en ingresos y costos y determinar si existen reglas que eviten un riesgo adicional.

5.1.2 Administración

El enfoque de PCR para analizar el gobierno corporativo se realiza en base a la metodología para la inclusión de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en informes de calificación de riesgo (PCR-MET-P-121 vigente). En este apartado el análisis de PCR se centra en los criterios definidos a continuación:

1) Características de la propiedad

Se analiza las características de los propietarios y como éstas podrían afectar el perfil de riesgo de la bolsa de valores. Se analiza quiénes son los propietarios y qué confianza inspiran en la industria, las características financieras de los principales accionistas, visión del negocio, objetivos y políticas, la influencia de los propietarios en la gestión de la empresa, las transacciones con personas relacionadas, los intereses de los principales dueños en relación con la compañía y la evolución del grupo empresarial al que pertenece, e importancia relativa de ésta para el grupo.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 10 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

Se analiza también la conformación del capital accionario o estructura de propiedad, la dispersión de la propiedad, la participación de la Junta General de Accionistas, los comités que mantiene la empresa y el fortalecimiento de la capacidad institucional.

2) Experiencia y capacidad de la gerencia

Se analiza las características de la administración, la capacidad de la gerencia y la estrategia. Las variables por considerar incluyen la preparación profesional de los administradores o gerentes para la toma de decisiones y para enfrentar los desafíos propios del negocio, y la capacidad para analizar y proponer modificaciones en la posición competitiva de la compañía. Un alto nivel de estudios profesionales y años de experiencia en el sector nos indicarán un riesgo bajo. Asimismo, para evaluar la calidad de la administración se analiza las competencias, experiencia y capacidades del equipo directivo y la influencia de la administración en la operación y estrategia de la bolsa de valores. Entre los principales factores a evaluar están:

Experiencia profesional: Trayectoria y logros previos de los ejecutivos en el sector o Mercados financieros.

Estructura organizacional: Claridad en roles, funciones y jerarquías dentro de la administración.

Adaptabilidad: Capacidad del equipo de administración para responder a cambios regulatorios, tecnológicos o de mercado.

Objetivos estratégicos: Evalúa la claridad y relevancia de los objetivos planteados por la bolsa de valores para su desarrollo sostenible. Entre los principales factores se analizan los siguientes:

- Visión y misión: Claridad en los propósitos de largo plazo y alineación con las necesidades del mercado.
- Planificación estratégica: Existencia de planes estratégicos documentados y ajustados a las tendencias del Mercado financiero.
- Innovación y transformación digital: Objetivos enfocados en modernizar las operaciones y mantenerse competitivo en un entorno dinámico.
- Sostenibilidad: Inclusión de metas relacionadas con responsabilidad social, ambiental y de gobernanza (ESG).

Ejecución de objetivos: Analiza la capacidad de la Bolsa para convertir sus planes estratégicos en resultados concretos. Entre los principales factores se analizan los siguientes:

- Cumplimiento de metas: Grado de avance en los objetivos establecidos dentro de los plazos definidos.
- Seguimiento y ajuste: Implementación de sistemas de monitoreo para evaluar el progreso y realizar ajustes necesarios.

Crecimiento: Este aspecto evalúa el potencial y los logros de la bolsa de valores en su expansión y diversificación. En ese sentido se analiza el crecimiento orgánico, es decir el incremento en el volumen de operaciones, número de emisores inscritos y participación en el mercado.

3) Otras variables de gobierno corporativo

Otras variables para analizar son la estructura organizacional, los planes de sucesión de cargos, el sistema de administración y planificación, informatización, sistema de control, sistema de administración integral del riesgo. Un buen plan de sucesión, junto con la existencia y aplicación de políticas y/o manuales que permitan una mejor administración, nos indicará un riesgo bajo.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 11 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

Asimismo, se analiza la transparencia en la gestión, teniendo en cuenta las prácticas de rendición de cuentas y comunicación abierta con los actores clave del mercado.

PCR también analiza la política de dividendos o distribución de resultados, estrategia de capitalización, así como la capacidad de manejo y de establecer y hacer cumplir las políticas empresariales por parte de los dueños.

Un aspecto de igual importancia es el seguimiento al riesgo de que la compañía este siendo utilizada, con o sin intención, por actividades criminales y como ésta busca evitar el blanqueo de dinero y financiamiento del terrorismo (ML/FT por sus siglas en inglés) dentro de su gestión integral de riesgo, con especial atención en las compañías involucradas en el intercambio internacional de divisas. La ausente o inadecuada administración de riesgo ML/FT expone a las bolsas de valores a serios tipos de riesgo especialmente el reputacional, operativo, regulatorio y concentración. Actualmente, muchos reguladores toman robustas acciones para mitigar estos riesgos e imponen costos directos e indirectos a quienes carecen de las políticas, procedimientos y controles adecuados para mitigarlos.

Del análisis conjunto de estas variables se concluirá que las características de la propiedad, la administración y capacidad de la gerencia y otros factores pueden ser ubicadas en los niveles de riesgo, según los criterios de ponderación establecidos.

5.1.3 Posición competitiva

Las bases para la evaluación de la posición competitiva son el modelo de negocio y su poder competitivo, la estabilidad y diversidad; adicionalmente la rentabilidad del negocio podrá contribuir, limitar, hasta mermar suposición. Es preciso considerar que los factores relacionados a las características de la propiedad y la administración ya han sido considerados y analizados por separado y en detalle por su importancia, por lo que no serán incluidos en este acápite. Para analizar la posición competitiva de la bolsa de valores se evaluará las siguientes variables:

1) Modelo de negocio y competitividad

Se evalúa el perfil de la compañía y la ventaja competitiva de la sociedad a través del análisis de su estrategia de negocio y las fortalezas de su marca. El modelo de negocio define cómo la bolsa de valores genera valor para sus participantes y asegura su sostenibilidad. Se espera que la estrategia de negocio sea consistente con las capacidades de la organización y las condiciones del mercado (subsector). Para determinar las fortalezas de la marca, se considera la reputación de esta o su ausencia, o la imagen y posición en el mercado. En este aspecto se evalúa cómo es percibida la bolsa de valores por los diferentes actores del mercado y su relevancia en el sistema financiero. Además, prima la participación y crecimiento en el mercado donde opera. En el caso de las bolsas de valores, se analiza la cuota relativa en términos de volumen y valor de transacciones realizadas, en comparación con otras bolsas nacionales. Un nivel de precios superior al de la competencia y capacidad relativa de la compañía en el desarrollo y explotación del negocio demuestran también su ventaja competitiva. Además, se evalúa la relación de la bolsa de valores con participantes clave, en ese sentido se considera las alianzas y relaciones estratégicas con emisores, corredores de valores, y otros actores del sistema financiero. Asimismo, se analiza la fuente de ingresos y el grado de diversificación de las fuentes, como comisiones por transacciones, cuotas de listado, servicios tecnológicos y provisión de datos de mercado. También se evalúa el factor de innovación y tecnología, en ese sentido se tiene en cuenta el grado de adopción de la bolsa de valores de nuevas tecnologías para facilitar transacciones y mejorar la transparencia.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 12 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

2) Estabilidad y diversidad del negocio

La evaluación se centra en la predictibilidad de los volúmenes más relevantes del negocio en oposición a potenciales fluctuaciones económicas y de mercado. Los indicadores que determinan nuestra opinión respecto a la estabilidad y diversidad son la diversificación en líneas de negocios (E.i.: *business mix*), la diversificación geográfica, la concentración de clientes, la estabilidad de los ingresos y la evolución pasada y perspectivas de la bolsa de valores acerca de su participación de mercado. Asimismo, se analiza la capacidad del modelo para adaptarse a cambios en el mercado y mantener márgenes operativos positivos.

3) Rentabilidad y eficiencia operativa

El nivel de rentabilidad, medido por su historia y volatilidad son factores fundamentales, además puede compararse con el resultado de sus principales competidores sobre la base de información no menor que tres años (incluido proyecciones provistas por la bolsa de valores).

Una alta volatilidad de los resultados limita una mayor confianza de que se cuenta con protección suficiente ante pérdidas potenciales. En el caso de las bolsas de valores, se considera el EBITDA como indicador de rentabilidad considerando los métodos establecidos en nuestra metodología de calificación para instrumentos de deuda.

Por otro lado, teniendo en consideración el giro principal del negocio se analiza indicadores que permitan cubrir los aspectos más importantes de la gestión, privilegiando la experiencia, desempeño y potencialidad de la bolsa de valores en relación con el servicio que ofrece. Se evalúan los siguientes indicadores:

- Productividad = Facturación anualizada / Total de trabajadores
- Proporción de personal calificado = Número de personas con nivel superior¹ / Total de trabajadores

5.1.4 Administración de riesgos

En este apartado el análisis de PCR se centra en los criterios definidos a continuación:

1) Políticas y mecanismos de gestión de riesgo

Riesgo operativo

El Riesgo operativo es el principal riesgo al que se enfrentan las bolsas de valores. El riesgo operativo cubre una amplia gama de riesgo que van más allá de sólo las operaciones. Este riesgo incluye elementos de muy diversa índole como son el error humano, fallas en los sistemas operativos, o la imposibilidad de cumplir con los requisitos regulatorios.

Las bolsas de valores procesan grandes volúmenes transaccionales mediante plataformas tecnológicas, con controles tanto humanos como tecnológicos. Esto significa que las bolsas de valores y sus clientes pueden ser susceptibles a pérdidas derivadas de deficiencias operacionales, tales como fallas en los sistemas o procesos inexactos de transacciones. En ese sentido, se realiza un estudio de la organización, analizando su estructura y procesos de operación, su eficiencia en la toma de decisiones (políticas, estrategias, cumplimiento de obligaciones legales y contractuales y comportamiento histórico), sus herramientas y procesos de control interno, así como su respaldo tecnológico de sistemas de información.

¹ También se puede considerar personal de nivel técnico por probada experiencia

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 13 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

El análisis del presente acápite se encuentra fundamentalmente orientado a la evaluación de los siguientes aspectos:

- i. Las políticas y los mecanismos que guían la ejecución de las actividades de back office, haciendo énfasis en la calidad de los procesos, su nivel de seguridad y automatización, así como las políticas y los mecanismos utilizados para la toma de decisiones sobre la administración de los activos, incluyendo las políticas de inversión y de ejecución de estas.
- ii. Las políticas y los procedimientos para el control de riesgo operativo deben considerar la revisión de sus manuales, experiencia, funciones, responsabilidades y autonomía de decisión de los encargados de las operaciones de control, políticas y procedimientos para el cumplimiento de auditorías internas o externas, y para el seguimiento o respuesta a las observaciones e inspecciones realizadas por las autoridades o terceros involucrados, control y manejo de los flujos de información, entre otros.
- iii. La calidad de la infraestructura tecnológica, los Planes de Continuidad de Negocio (PCN) establecidos, así como la capacidad de los procesos para promover la generación y fluidez de información confiable y oportuna a los gestores y a las partes involucradas en cada contrato, de así requerirse.

El Riesgo tecnológico se considera como parte de la evaluación del Riesgo operativo. En ese sentido, la tecnología juega un rol fundamental en diversos procesos ejecutados por la bolsa de valores. En este sentido, es vital que la institución cuente con soporte tecnológico (hardware y software) integrado adecuado para la naturaleza y velocidad de sus actividades. Asimismo, es importante que cuente con una unidad encargada de evaluar permanentemente el desempeño de los sistemas de información, a fin de proponer mejoras a los sistemas, renovación de equipos, rediseño de procesos, entre otros. En este análisis, PCR evaluará la calidad de los sistemas que respaldan los procesos, así como los estándares de seguridad asignados a los mismos. Especial atención merecerán los PCN establecidos para salvaguardar la información histórica.

El observar los informes de auditoría interna y del oficial de cumplimiento nos puede dar una buena visión de cómo la bolsa de valores administra este tipo de riesgo y nos permite averiguar si se detectaron o no los orígenes. El dedicar capital para invertir en sistemas y herramientas, que de alguna forma estén relacionados a mejorar y reducir el riesgo operativo, es una buena señal de que la administración considera importante mantener este riesgo bajo control. La cultura organizacional de la institución también nos puede proporcionar información sobre problemas potenciales de riesgo operativo que pudieran existir.

Se puede analizar el desempeño de la entidad según la escala y el grado de complejidad de las operaciones, valorando cada uno de los aspectos cualitativos citados anteriormente. Una fuerte administración de riesgo operativo puede no mejorar la calificación, pues es lo que corresponde a una compañía bien administrada, mientras que una débil administración de riesgo operativo puede limitar o impactar de manera negativa la calificación.

Riesgo reputacional

En el caso de las bolsas de valores los riesgos reputacionales están principalmente relacionados a eventos de desprestigio, mala imagen, publicidad negativa, cierta o no, respecto de la entidad, los administradores o sus prácticas de negocios, que cause pérdida de clientes, disminución de ingresos o procesos judiciales.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 14 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

Riesgo de mercado

El análisis está orientado a la evaluación del impacto en resultados y/o que la bolsa de valores incurra en pérdida y disminuya el valor de su patrimonio como consecuencia de los movimientos del valor de mercado de los activos y pasivos en los que la entidad mantenga posiciones dentro o fuera del balance.

Riesgos legales

El Riesgo legal se analiza como los posibles procedimientos administrativos que pueda tener la entidad y las contingencias legales a las que podría estar expuesta la sociedad administradora por diversas circunstancias.

Riesgo de crédito - Administración y exposición a riesgos de contraparte

En el desarrollo de sus operaciones, las bolsas de valores se encuentran expuestas al riesgo de crédito, por lo que el análisis está enfocado en la evaluación del impacto en resultados y/o que la bolsa de valores incurra en pérdida y disminuya el valor de su patrimonio como consecuencia de que sus deudores fallen en el cumplimiento oportuno de sus obligaciones o cumplan imperfectamente sus obligaciones en los términos acordados. Asimismo, dentro de los riesgos de crédito el riesgo de contraparte es el más relevante, entendido como la contingencia a la cual se ven sometidas estas entidades ante el incumplimiento de una o varias operaciones por parte de sus contrapartes y tener que cubrir dicho incumplimiento con sus propios recursos o materializar una pérdida en sus balances.

En esta etapa, la evaluación que realiza PCR se focaliza en la estrategia de gestión de riesgo de contraparte empleada por la bolsa de valores. Se analiza la existencia y aplicación de políticas y/o manuales que permitan identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de contraparte, acorde con su estructura, tamaño y actividades autorizadas.

Las políticas para el control de riesgo de contraparte debe considerar la revisión del análisis del perfil de riesgo y capacidad de pago de las contrapartes con las que la bolsa de valores realiza operaciones; los cupos o límites de operación por contraparte, de manera que se cuantifique el monto máximo de exposición por tipo de operación; los procedimientos o mecanismos de prevención del riesgo de contraparte, por ejemplo cierre de posiciones o liquidación de garantías, entre otros que la entidad considere necesarios para evitar la materialización del riesgo; esquema de garantías exigidas por los sistemas de negociación de valores, bolsas de valores, sistemas de compensación y liquidación de valores, según corresponda; así como los planes de recuperación cuando se presenten incumplimientos, incorporando los recursos humanos, financieros y legales necesarios para ejecutarlos.

5.1.5 Perfil Financiero

En esta etapa se realiza un análisis de carácter cuantitativo, el cual consiste en analizar la viabilidad y continuidad de sus operaciones en el mercado a través del tiempo.

Para el caso de las bolsas de valores, se identifica mayor riesgo en su capacidad para generar flujo de caja más que en el monto de capital que se requiere para afrontar posibles pérdidas. Es en este aspecto que el análisis se realiza con lineamientos provenientes de la metodología para instrumentos de deuda.

1) Adecuación de capital

Respecto de las bolsas de valores, la evaluación presta considerable atención a la capacidad que posee para construir una sólida base de capital a través de la retención de utilidades.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 15 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

Una mayor proporción de capital permite a las entidades, por un lado, absorber mayores pérdidas en los activos, y por otro le permite ser más flexibles y aprovechar las oportunidades atractivas cuando éstas se presentan. Cuando se cuenta con un nivel bajo de capital la capacidad de maniobra de la institución es mucho más restringida.

Asimismo, se analiza la capitalización bursátil de la bolsa de valores, teniendo en cuenta un análisis del valor total de las empresas inscritas en la bolsa de valores, como indicador de su relevancia en el Mercado financiero, y en comparación con otras bolsas de valores a nivel regional.

2) Apalancamiento

Para el caso de las bolsas de valores, el nivel de apalancamiento es analizado de la misma forma que una evaluación corporativa, es decir, a través del ratio de deuda a EBITDA, el flujo de caja operativo respecto de la deuda, el EBITDA a gasto por intereses y el nivel de deuda respecto de capital tangible (entendido como el capital total menos el goodwill).

3) Fondeo y liquidez

En el caso de las bolsas de valores, la liquidez es analizada de la misma forma que PCR lo realiza para las corporaciones. Es decir, se utilizan ratios de liquidez general, liquidez acida y demás consideraciones incluidas en la metodología para instrumentos de deuda.

4) Ingresos y rentabilidad

Para un análisis de ingresos y rentabilidad se evalúan los ingresos operativos teniendo en cuenta el grado de diversificación de ingresos por tipo de servicio y su sostenibilidad. Asimismo, se evalúa el margen operativo y en consecuencia la capacidad para generar beneficios tras cubrir costos operativos. También se hace un análisis de la rentabilidad, considerando la relación entre los ingresos netos y el capital invertido (ROE, ROA). Esto incluye la proyección de ingresos futuros en función de tendencias del mercado.

5) Volumen y volatilidad de las pérdidas operacionales históricas

Con relación a las pérdidas operacionales históricas, se analiza el historial de pérdidas teniendo en cuenta la identificación y cuantificación de pérdidas operacionales pasadas. Asimismo, se evalúa la volatilidad de las pérdidas, considerando la frecuencia y magnitud de las pérdidas registradas, incluyendo eventos extraordinarios.

6) Indicadores bursátiles

Sobre los indicadores bursátiles, se evalúa el volumen negociado, tomando en consideración el análisis de tendencias en el volumen y el valor de las transacciones realizadas. Asimismo, se analizan los índices de mercado, considerando el desempeño de los principales índices representativos de la bolsa de valores. Además, se analiza la volatilidad del mercado, en el que se evalúa la variación de precios y su impacto en la estabilidad del mercado administrado.

7) Riesgo consolidado

Para la evaluación del riesgo consolidado se realiza un análisis integrado, en el que se evalúan las metodologías o manuales de riesgo que utiliza la bolsa de valores para enfrentar los riesgos de crédito, mercado y operacionales. Asimismo, se evalúa la diversificación de riesgos, teniendo en cuenta las estrategias para mitigar la concentración de riesgos en áreas específicas.

Metodología de calificación de riesgo para bolsas de valores (Ecuador)	Código: PCR-EC-ANA-MET-RE-25	Versión: 03	Página: 16 de 18
--	---------------------------------	----------------	---------------------

6. DETERMINACIÓN DE LA CALIFICACIÓN FINAL

En la calificación final se tomará como antecedente básico la categoría asignada en la calificación preliminar, con el objeto de mantenerla o modificarla una vez evaluadas las características de la bolsa de valores. Se considera también un análisis de calificaciones de riesgo con instituciones comparables y una visión holística de perfil crediticio de la institución donde se evalúa su capacidad de pago en forma agregada. La comparación se realiza mayormente con instituciones en el mismo (sub)sector y país donde la calificación será válida.

ANEXO 1. Categorías de calificación – Bolsa de Valores

CATEGORÍA	DETALLE
Categoría 1	<p>Esta categoría corresponderá a la compañía cuyas actividades se realizan en una economía estable, dentro de un marco regulatorio desarrollado y con reglas correctamente aplicadas. Así mismo, su porcentaje de participación en el mercado es mayoritario y cuenta con alianzas estratégicas con bolsas de valores nacionales o extranjeras. El sector de la industria tiene altas barreras de entrada.</p> <p>La capitalización y apalancamiento de la compañía son muy adecuados y consistentes con los riesgos del negocio. Los flujos de efectivo que genera son robustos en relación con sus necesidades. Los ingresos y rentabilidad son altamente predecibles a lo largo de los ciclos económicos.</p> <p>La compañía tiene una estructura organizacional que garantiza el cumplimiento e independencia de las funciones propias de su negocio. Adicionalmente, ha implementado altos estándares de gobierno corporativo. La administración tiene un alto grado de conocimiento y experiencia en la industria. Los objetivos estratégicos de la compañía están bien definidos y existe un alto grado de cumplimiento de los mismos. El crecimiento del negocio es consistente con la capacidad administrativa, transaccional y de los sistemas de control de la compañía.</p> <p>La compañía realiza una excelente gestión integral de riesgos generales y del negocio, tales como: financieros, legales, operacionales, tecnológicos y reputacionales, de forma estricta y continua. Tiene un mínimo grado de exposición a riesgos de contraparte con otros participantes del mercado de valores, entre ellos, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y la sociedad proveedora del sistema único bursátil.</p>
Categoría 2	<p>Esta categoría corresponderá a la compañía cuyas actividades se realizan en una economía moderadamente estable, dentro de un marco regulatorio en proceso de desarrollo y con reglas generalmente aplicadas. Así mismo, su porcentaje de participación en el mercado es importante y cuenta con alianzas estratégicas con bolsas de valores nacionales o extranjeras. El sector de la industria tiene barreras de entrada.</p> <p>La capitalización y apalancamiento de la compañía son adecuados y consistentes con los riesgos del negocio. Los flujos de efectivo que genera son suficientes en relación con sus necesidades. Los ingresos y rentabilidad son predecibles a lo largo de los ciclos económicos.</p> <p>La compañía tiene una estructura organizacional que cumple y es independiente de las funciones propias de su negocio. Adicionalmente, ha implementado estándares de gobierno corporativo. La administración tiene un buen grado de conocimiento y experiencia en la industria. Los objetivos estratégicos de la compañía están definidos y existe un buen grado de cumplimiento de los mismos. El crecimiento del negocio pudiera sobrepasar levemente con la capacidad administrativa, transaccional y de los sistemas de control de la compañía.</p> <p>La compañía realiza una buena gestión integral de riesgos generales y del negocio, tales como: financieros, legales, operacionales, tecnológicos y reputacionales, de forma regular y continua. Tiene grado moderado de exposición a riesgos de contraparte con otros participantes del mercado de valores, entre ellos, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y la sociedad proveedora del sistema único bursátil.</p>
Categoría 3	<p>Esta categoría corresponderá a la compañía cuyas actividades se realizan en una economía inestable, dentro de un marco regulatorio en un proceso inicial de desarrollo y con reglas generalmente aplicadas. Así mismo, su porcentaje de participación en el mercado es importante. El sector de la industria tiene pocas barreras de entrada.</p> <p>La capitalización y apalancamiento de la compañía son aceptables, pero no consistentes con los riesgos del negocio. Los flujos de efectivo que genera son ajustados en relación con sus necesidades. Los ingresos y rentabilidad son poco predecibles a lo largo de los ciclos económicos.</p> <p>La compañía tiene una estructura organizacional que cumple moderadamente las funciones propias de su negocio. No ha implementado estándares de gobierno corporativo. La administración tiene conocimiento y experiencia en la industria. Los objetivos estratégicos de la compañía están delineados, pero no definidos y cumple ocasionalmente con los mismos. El crecimiento del negocio pudiera sobrepasar la capacidad administrativa, transaccional y de los sistemas de control de la compañía.</p>

CATEGORÍA	DETALLE
	<p>La compañía tiene fallas en la gestión integral de riesgos generales y del negocio, tales como: financieros, legales, operacionales, tecnológicos y reputacionales. Tiene grado importante de exposición a riesgos de contraparte con otros participantes del mercado de valores, entre ellos, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y la sociedad proveedora del sistema único bursátil.</p>
<p>Categoría 4</p>	<p>Esta categoría corresponderá a la compañía cuyas actividades se realizan en una economía inestable, dentro de un marco regulatorio subdesarrollado y con reglas ocasionalmente aplicadas. Así mismo, su porcentaje de participación en el mercado es moderado. El sector de la industria no tiene barreras de entrada.</p> <p>La capitalización y apalancamiento de la compañía muestran claras deficiencias reflejando la necesidad de inyecciones de capital fresco. Los flujos de efectivo que genera son negativos en relación con sus necesidades. La compañía es estructuralmente no rentable a nivel operacional.</p> <p>La compañía tiene una estructura organizacional que muestra debilidades que pudieran afectar materialmente su desempeño. La administración tiene falta de conocimiento y/o experiencia en la industria. No existen objetivos estratégicos de la compañía y la administración no cumple con los objetivos del negocio y financieros. El crecimiento del negocio está por encima de los niveles sostenibles de la capacidad administrativa, transaccional y de los sistemas de control de la compañía.</p> <p>La compañía tiene graves deficiencias en la gestión integral de riesgos generales y del negocio, tales como: financieros, legales, operacionales, tecnológicos y reputacionales. Tiene un alto grado de exposición a riesgos de contraparte con otros participantes del mercado de valores, entre ellos, los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y la sociedad proveedora del sistema único bursátil.</p>