

Ecuador  
Evaluación de riesgos

## Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima

### Evaluación

jun-17	ago-18
Categoría 2	Categoría 2

\*Definición detallada en la tercera hoja del presente informe.

Perspectiva: Estable

### Resumen Financiero

Bolsa de Valores de Quito SA.	2017 (dic.)	2018 (junio)
Activos	6.835.904	6.855.363
Pasivos	755.907	905.507
Patrimonio	6.079.997	5.949.857
Ventas	2.889.104	1.593.662
Margen		
EBITDA (%)	20,92%	24,66%
ROA (%) *	9,00%	12,56%
ROE (%) *	10,05%	14,29%
Deuda Financiera Total		
/EBITDA (x)	0,00%	0,00%

\* Indicador anualizado para períodos interinos.  
Fuente: Bolsa de Valores de Quito.  
Elaboración BWR

#### Contactos:

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

Emilio Gaete  
(5932) 226 9767 ext. 115  
[egaete@bwratings.com](mailto:egaete@bwratings.com)

### Fundamento de la Evaluación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la “Categoría 2 de Evaluación” a la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima con fecha corte junio-2018. La calificación se sustenta en los siguientes factores:

**Sólido posicionamiento e imagen.** La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima tiene una trayectoria de 49 años en el mercado bursátil ecuatoriano. Dispone de un importante posicionamiento en el mercado de valores ecuatoriano con niveles incrementales de participación de mercado en últimos cinco años. Durante el presente año se evidencia niveles más estables en dicha participación y a la fecha de corte representan el 44% de los montos negociados a nivel nacional. La Institución es un referente del mercado y es considerada como una entidad sólida y técnica.

**La Institución tiene un gobierno corporativo apropiado para su gestión.** El Gobierno Corporativo es efectivo y promueve la generación de información operativa y contable transparente. La estructura organizacional fomenta independencia entre las funciones críticas de la Institución y cuenta con políticas y procedimientos definidos para el manejo de las transacciones, sus emisores y contrapartes. El Gobierno Corporativo se enfatiza en gestionar temas estratégicos que promuevan una cultura organizacional más sinérgica.

**Generación operativa volátil atada a ciclos económicos.** Los ingresos más representativos de la institución provienen de las operaciones diarias tranzadas por el piso de bolsa. Estos ingresos dependen de la participación de mercado que se mantengan además de ser influenciados por los ciclos económicos del país y la evolución del tamaño relativo del mercado de valores. Por su parte, la estructura de gastos operacionales incluye en su mayoría gastos fijos por lo que no se ajustan fácilmente al nivel de generación de ingresos. El cambio de la Institución a sociedad anónima se refleja en un modelo de ingresos operativos más diversificado que generen niveles de retornos más estables y que su enfoque permita reducir el impacto de factores externos a su gestión.

**Niveles patrimoniales robustos mitigan la volatilidad operativa.** Por su modelo del negocio y nivel de capitalización, la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima no requiere de financiamiento externo. La gestión operativa no absorbe mayores niveles de capital de trabajo ni de inversiones en activos fijos o tecnológicos, por lo tanto la Entidad no tiene deuda financiera y mantiene una parte importante del patrimonio invertido en su portafolio. Estos activos son líquidos y de buena calidad crediticia y proporcionan los flujos requeridos cuando la presión en su gestión operativa así lo requiere.

**Gestión de riesgos en mejoramiento.** La transformación de la Entidad a sociedad anónima ha dado cavidad para un desarrollo más exhaustivo de la gestión de riesgo de la BVQ. La Institución dispone de un manual de gestión de riesgo con políticas y procedimientos definidos. La Administración se ha enfatizado en incrementar la cultura bursátil en cuanto al tema de riesgos a toda la organización a través de una campaña de educación interna. Adicionalmente, se cuenta con un plan de continuidad de negocio que mitiga posibles impactos en caso de eventos críticos.



En cuanto al SIUB, y a pesar de que el plazo definido ha vencido, se mantiene a la espera la aprobación de la Superintendencia de Compañías para el funcionamiento de la empresa administradora del mismo y con ella los detalles operativos y técnicos definidos para dicho sistema transaccional, podríamos evaluar su suficiencia, capacidad de control y procedimientos de seguridad. La BVQ informó que los procesos de mejoras solicitados por el Ente de Control para dicha aprobación se han ejecutado por parte de la empresa administradora del SIUB, sin embargo la resolución está pendiente.

Por las características del sistema transaccional según información proporcionada por la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y su experiencia, consideramos que el SIUB es adecuado a las necesidades al menos de mediano plazo. Los limitados eventos de riesgo operacionales registrados no han sido materiales ni han generado pérdidas operativas.

**Perspectiva de la categoría de Evaluación.** La categoría de evaluación incluye una perspectiva estable a mediano plazo. La calificación contiene la expectativa de una generación de ingresos más estable en base a un enfoque estratégico más diversificado y el desarrollo de la gestión y control de riesgos operativos. Se resalta que la categoría de evaluación podría presionarse si nuevas regulaciones o circunstancias debilitan la gestión operativa y/o la fortaleza financiera de la Institución.



## ASPECTOS ANALIZADOS EN LA EVALUACIÓN

Las evaluaciones de BWR para las bolsas de valores incorporan los factores cualitativos y cuantitativos asociados a los riesgos financieros y del negocio. Esta evaluación incorporará una estimación razonable de la capacidad de la empresa para administrar sus propios riesgos, para cumplir con sus obligaciones y para sustentar la viabilidad del negocio.

El marco de la evaluación, considera los siguientes factores cualitativos claves: entorno operativo, perfil de la institución, administración y estrategia y gestión de riesgos. Por otro lado, los factores cuantitativos claves que considera en el análisis financiero son: capitalización y apalancamiento, fondeo y liquidez, ingresos y rentabilidad; y exposición a contrapartes.

## DEFINICIÓN CATEGORÍA 2

Según la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros 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.*

*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 a sus necesidades. Los ingresos y rentabilidad son predecibles a lo largo de los ciclos económicos.*

*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.*

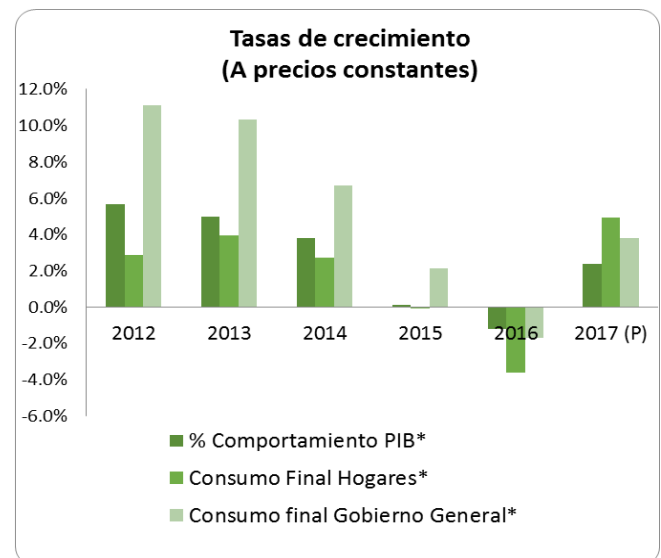
*La compañía realiza una buena gestión integral de riesgos generales y de negocio, tales como: financieros, legales, operacionales, tecnológicos y reputacionales, de forma regular y continua. Tiene grado moderado de exposición a riesgos de contraparte con otros participantes del mercado de valores, entre ellos, los depósitos centralizados de compensación y liquidación y la sociedad proveedora del sistema único bursátil.”*

## ENTORNO OPERATIVO

### Entorno Económico

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (“IED”) y la estructura concentrada de la balanza comercial representan retos para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea.



\*PIB y consumo a precios constantes  
Fuente: BCE Elaboración: BWR



El BCE a la fecha de elaboración del presente informe no dispone de la previsión de crecimiento para el 2018 pues posterior a la aprobación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, esperan poder incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 1.5%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado. En el primer trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 1.9%.

### Desarrollo del Mercado Financiero y de Valores

El mercado de valores ecuatoriano se caracteriza por tener poca profundidad y ser muy pequeño; por lo tanto, las posibilidades de crecimiento y desarrollo en el corto plazo son importantes pero limitadas por desarrollo económico, niveles de liquidez en el sistema e incertidumbre del entorno político.

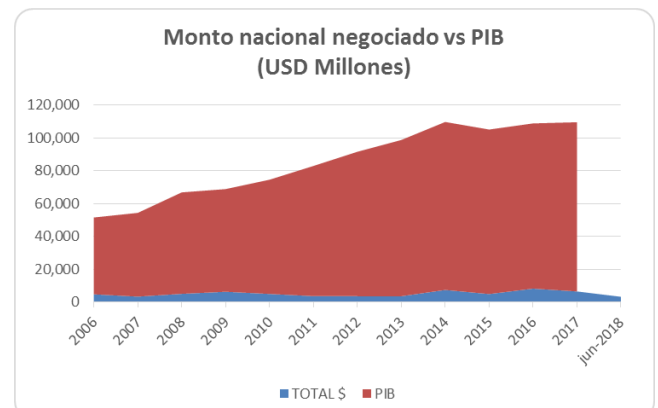


Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

Los montos nacionales negociados han mostrado volatilidades durante los últimos cinco años. En el 2013 la suma se situó en USD 3,722MM, y en el 2014 existió un incremento del 103% (USD 7,544MM), debido principalmente a tres operaciones puntuales de renta variable: la venta de Produbanco, Tonicorp y Lafarge. Por su parte, en el 2015 el monto negociado se reduce a USD 5,046MM, mientras que

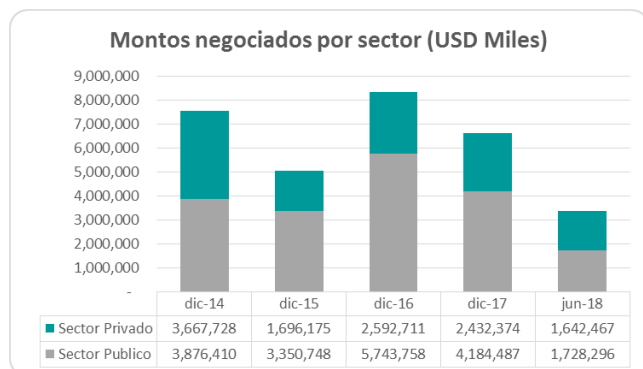
en el 2016 se observa una recuperación del 65% con un total negociado de USD 8,336MM que se debe principalmente a un aumento de los títulos de renta fija tranzados en el mercado. A 2017 se muestra nuevamente una reducción en los montos negociados correspondientes a menores transacciones tanto en renta fija (-20%) como en renta variable (-56%), alcanzando una suma de USD 6,617MM. Hasta junio-2018 el monto total negociado fue de USD 3,370MM.

El mercado de valores ecuatoriano en comparación al de países vecinos resalta los potenciales de crecimiento y limitado desarrollo del mismo. Consecuentemente los volúmenes negociados en relación al PIB son bajos; en 2016 alcanzan su máximo de 8.3%. Para el 2017 esta relación fue del 6.4% (Colombia > 150% del PIB, Chile > 230% del PIB). A fecha de corte no se dispone de información del PIB ya que el BCE no ha presentado su previsión al encontrarse a la espera la aprobación de la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal.



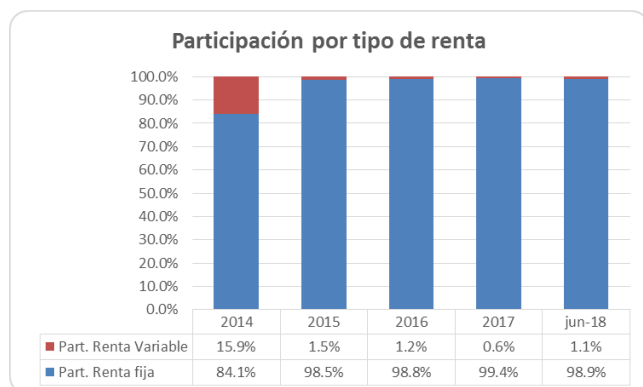
Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y Banco Central del Ecuador  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

El sector público ha sido tradicionalmente el principal actor dentro del mercado de valores ecuatoriano, al negociar títulos tales como certificados de tesorería, certificados de inversión, bonos y títulos del Banco Central. Al 2017 dicho sector representa el 63.2% del total negociado. Por otro lado, en el 2016 se evidenció que la representatividad del sector privado se redujo en base a la coyuntura económica, niveles de liquidez del sistema financiero y preferencia al endeudamiento con el sistema bancario por las condiciones del mercado. Se observa que a partir del 2017 la brecha entre sectores tiende a contraerse.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

A la fecha de corte existen un total de 282 emisores inscritos a nivel nacional y 79 titularizaciones y fideicomisos. Tanto el número de emisores inscritos como el total de titularizaciones y fideicomisos han mostrado una contracción interanual. Los emisores inscritos están compuestos por 145 considerados como grandes, 107 PYMES y 30 se encuentran en el sector financiero. En cuanto al sector económico, la mayoría de estos emisores pertenecen al sector comercial, industrial y de servicios. Geográficamente la mayor presencia de emisores la tienen las provincias de Guayas y Pichincha con 153 y 95 respectivamente. La diferencia se encuentra distribuida en 11 provincias del Ecuador.

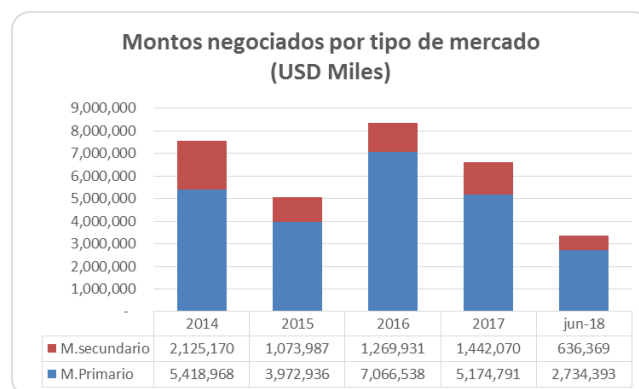


Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

Consistente con la cultura empresarial ecuatoriana, con empresas familiares de capital cerrado, el mercado ecuatoriano tiene un enfoque hacia títulos de renta fija. Entre estos los de mayor negociación son los certificados de tesorería (CETES), certificados de inversión y de depósito. Los títulos de renta variable se mantienen presentes, dentro de los cuales la acción de mayor negociación en mercado es la de Corporación Favorita.

El mercado de valores ecuatoriano muestra otra característica que es la de tener una proporción

pequeña de negociaciones en el mercado secundario, en comparación al primario. Esto se traduce en que los activos financieros se tranzan en el mismo momento de su emisión y colocación. El hecho de disponer un mercado secundario no desarrollado es un reflejo de la tendencia de los partícipes del mercado de mantener las inversiones hasta su vencimiento. Con esto, puede existir especulación y variaciones significativas de los precios de los activos financieros en las negociaciones en el mercado secundario frente a su valoración. Adicionalmente, el mercado secundario lograría aumentar su desarrollo con una participación más activa de actores fundamentales como son los fondos previsionales. En caso de países vecinos, la participación de este tipo de fondos representa gran parte de las negociaciones bursátiles.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

El potencial de expansión del mercado de valores ecuatoriano es grande, siempre y cuando se puedan minimizar sus limitantes. Una mayor difusión y educación bursátil, mayores niveles de confianza y estabilidad para los inversionistas, desarrollo de fondos mutuos/administrados, de los fondos de pensión, crecimiento macroeconómico, optimización del entorno tributario pro-mercado, reformas a la Ley de Mercado de Valores que incentiven y reduzcan las barreras de entrada de los partícipes del mercado sin eliminar los resguardos y controles necesarios, entre otras factores; ayudarán a que el mercado de valores sea cada vez más un sector estratégico por explotar.

## Marco Legal y Regulatorio

### Hechos Relevantes del Mercado de Valores

- La primera Ley de Mercado de Valores, expedida el 28 de Mayo de 1993, estableció que las bolsas de valores tienen la facultad de autorregulación. Esto quiere decir que las bolsas de valores tienen la facultad de dictar sus reglamentos y



demás normas internas, así como ejercer el control de sus miembros e imponer sanciones dentro del ámbito de su competencia. La Junta de Política Monetaria y Financiera (“JPRMF”) el 07 de junio de 2016, mediante resolución No. 246-2016-V (RO 7770), estableció que, para el ejercicio de las facultades de autorregulación, las bolsas de valores deberán expedir un reglamento conjunto que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (“SCVS”).

- El Consejo Nacional de Valores, mediante Resolución No. CNV-007-2011 del 25 de octubre del 2011, dispuso la utilización de un solo sistema transaccional de negociación bursátil para las bolsas que operen en el mercado.
- La Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, reformatoria de la Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial No. 249 en mayo del 2014, establece en su artículo No. 48 la obligación de las bolsas de valores de participar como accionistas en la compañía anónima proveedora y administradora del sistema único bursátil, y de contratar sus servicios.
- La Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, reformatoria de la Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial No. 249 en mayo del 2014, dispuso la transformación de las bolsas de valores de Corporaciones Civiles a Sociedades Anónimas. La JPRMF, mediante resolución 230-2016-V (RO 755) del 16 de mayo 2016, emitió los parámetros necesarios para viabilizar la transformación de las corporaciones civiles bolsas de valores a sociedades anónimas.
- La JPRMF el 16 de mayo de 2016, mediante resolución No. 231-2016-V (RO 755), expide las normas generales para la determinación de los capitales mínimos de los actores del mercado de valores ecuatoriano. En esta se establece que el capital mínimo suscrito y pagado en numerario de las bolsas de valores deberá ascender a la cantidad de USD 5MM. Así mismo, en dicha norma, se determina que el capital mínimo de la Sociedad Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil será de USD 500M, mientras que para las compañías que actúen como depósitos centralizados de compensación y liquidación será de USD 1MM.
- En las disposiciones transitorias de la Resolución No. 230-2016-V (RO 755) del 16 de mayo del 2016, se establece que las Bolsas de Valores de

Quito y Guayaquil no restituirán los aportes realizados por las casas de valores al actual fondo de garantía que continuará siendo administrado por las Bolsas, hasta que la JPRMF expida las normas complementarias para la regulación del Fideicomiso de Administración de la Garantía de Compensación y Liquidación.

- La JPRMF el 23 de marzo de 2017, mediante resolución No. 337-2017-V (RO 969), expide la disposición reformativa de la Codificación de Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores cuyo principal objeto fue la reforma a los procedimientos operativos de los mecanismos de negociación.
- La JPRMF el 30 de junio de 2017, mediante resolución No. 387-2017-V (RO No.64), expide la disposición reformativa de la Codificación de Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores respecto a las ofertas públicas de adquisición.
- La JPRMF el 26 de diciembre de 2017, mediante resolución No. 423-2017-V (RO No.173), expide la disposición reformativa de la Codificación de Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores en la cual se detalla el cambio de fecha límite para el 16 de mayo del 2018 para conformar el capital mínimo suscrito y pagado para las casas de valores, depósitos centralizados de compensación y liquidación, la compañía que administra el sistema único bursátil y administradoras de fondos y fideicomisos; para su funcionamiento. Consecuentemente a esto, algunas casas de valores incurrieron en el causal de disolución y liquidación, al igual que su cancelación del Catastro público del Mercado de Valores al no ajustar su capital mínimo hasta el plazo establecido.
- La JPRMF el 14 de febrero de 2018, mediante resolución No. 441-2018-V (RO No.208), expide las normas generales para el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE). En esta se detallan los servicios de la institución y sus tarifas.
- A may-2018 Redeval cuenta con un nuevo Presidente, el Sr. Sergio Torassa, el cual mantiene una relación independiente de las dos bolsas de valores del mercado de valores ecuatoriano.

#### Hechos relevantes de la Institución

- La Asamblea General Extraordinaria de



accionistas celebrada el 30 de mayo de 2016, resolvió la transformación de la Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito en Sociedad Anónima. Dicha transformación fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2016.1745 el 20 de julio de 2016. La escritura de transformación y la resolución fueron inscritas en el Registro Mercantil con fecha 10 de agosto de 2016.

- Mediante Resolución SCVS-INMV-DNAR-17-0001241 de la Intendencia Nacional de Mercado de Valores publicada el 03 de abril del 2017, la SCVS resuelve aprobar el Reglamento General de las Bolsas de Valores de Quito y de Guayaquil, mismo que fue aprobado en sesiones de Directorios de esas entidades celebradas el 29 de junio de 2016. Es importante aclarar que cada bolsa de valores mantiene además su propio Reglamento General Interno y Código de Ética.
- La Junta General de Accionistas celebrada el 29 de marzo del 2017, resolvió aprobar la disminución del capital de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima en la suma de USD 616,560, determinar como nuevo capital suscrito y pagado la suma de USD 5,141,745 y aprobar la reforma del artículo sexto del Estatuto Social de la Institución. Con fecha 10 de mayo de 2017 se elevó a escritura pública la disminución de capital y reforma del estatuto, ante la Notaria Décimo Tercera del cantón Quito. La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.1214 de 25 de mayo de 2017 aprobó la disminución de capital y reforma estatutaria.
- El 22 de mayo del 2017, la SCVS a través de la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.2017.1191 resuelve aprobar la autorización de funcionamiento como sociedad anónima, una vez que ha dado cumplimiento a los requerimientos.
- El 21 de septiembre del 2017, a través de la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00020773 se realizó la inscripción de las acciones de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima en el Catastro Público del Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores de Quito. La resultante apertura de capital cuenta con la incursión como inversionistas a personas naturales y jurídicas.
- La Junta General de Accionistas celebrada el 28

de marzo del 2018, resolvió aprobar el reparto de dividendos por una suma total USD 560,021.16, lo que equivale a un dividendo por acción de USD 0.1089.

## PERFIL DE LA INSTITUCIÓN

### Modelo del Negocio

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima fue constituida e inició sus operaciones el 4 de agosto de 1969 con el objeto de brindar a sus miembros, las casas de valores, los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo. Es importante mencionar que la Entidad nació como una Corporación Anónima, se transformó a Corporación Civil sin Fines de Lucro en el año 1993 y en el 2016 se transformó nuevamente a Sociedad Anónima.

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima se encuentra regulada por las disposiciones emitidas por la JPRMF y controlada y supervisada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Sus oficinas están ubicadas en la ciudad de Quito y cuenta con treinta y siete funcionarios. Mantiene políticas de compensación, planes de sucesión establecidos para sus principales posiciones administrativas, una política de valoración de cargos y valoración de competencias del personal.

La Institución tiene la obligación de entregar al mercado de valores y a sus participantes información simétrica, veraz, completa y oportuna. Esto lo realiza a través de su página web, correo electrónico, redes sociales y absolución de consultas al público.

La Sociedad realiza capacitaciones sobre el funcionamiento del mercado de valores buscando expandir la difusión de la cultura bursátil, a través de seminarios, conferencias abiertas al público y talleres especializados sobre materias técnicas. Durante el 2018, la institución realizó con éxito la primera Feria Bursátil en el país, en la cual participaron empresas, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos y una calificadora de riesgo y una asistencia aproximada de 3000 personas.

Forma parte de la Federación Iberoamericana de Bolsas ("FIAB"), de la cual ha tomado como referencia los estándares internacionales para publicación y difusión de información. A través de este organismo, la BVQ ha hecho acercamientos con otras Bolsas en la búsqueda de socios estratégicos



extranjeros. Por otra parte, en julio del 2018 la Bolsa de Valores de Quito fue admitida dentro de la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN) <sup>1</sup>. El objetivo de la adhesión de la institución al Bloque es incrementar la liquidez y las oportunidades de colocación y la atracción de inversión extranjera al país. Adicionalmente la asociación adelanta el desarrollo de un "libro común" en el que todos los operadores tengan acceso ágil a todas las ofertas con un formato común. La integración mantiene un impulso por la figura de operador remoto (transacciones electrónicas transfronterizas reconocidas). La Bolsa de Valores de Quito espera que la primera de estas transacciones se dé al cierre del 2018 o inicios del 2019.

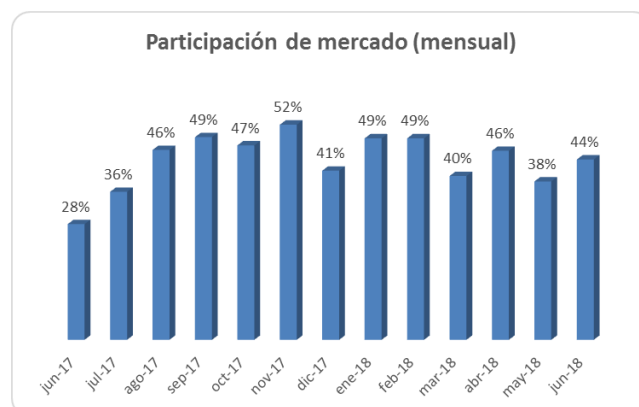
Los ingresos consistentes al modelo de negocio de la institución son liderados por las comisiones de piso de bolsa provenientes de las transacciones bursátiles. Adicionalmente, la BVQ cobra una cuota de mantenimiento por los emisores inscritos y una cuota por la inscripción de nuevos emisores. Por otro lado, y como se mencionó anteriormente, la institución realiza capacitaciones y eventos, y dispone de una línea de negocio de venta de información procesada. Finalmente, la estructura de ingresos de la BVQ se complementa con los servicios que otorga el sistema de back office (SICAV), que está enfocado a las necesidades operativas para las casas de valores.

La Administración ha indicado que el cambio societario de sociedad civil a sociedad anónima resultó en un cambio en el modelo de negocios de la institución. El objetivo actual de la BVQ es generar mercado, y que haya más inversionistas y más emisores.

### Imagen y Participación del Mercado

Dentro del mercado de valores ecuatoriano existen dos bolsas de valores. La Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) es la única competencia directa de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ). Su participación en el mercado es un reflejo de los montos negociados en cada una de estas bolsas. La BVQ durante el 2017 tuvo una participación promedio anual del 43%, y hasta el primer semestre del 2018 esta participación se expandió hasta el 44%. Se evidencia un crecimiento progresivo en la

participación de mercado en comparación a períodos anteriores. Se destaca que el fuerte posicionamiento de la BVG con el sector público ha beneficiado los montos negociados por dicha institución impactando en los niveles de participación. La Bolsa de Valores de Quito mantiene su enfoque diferenciador con propuestas de valor como su sistema operativo para casas de valores, estructuración y procesamiento de información, capacitaciones, entre otras.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

El sistema SICAV es un aplicativo direccionado hacia las casas de valores en el cual están incluidos servicios de asesoría jurídica, operativa y técnica, información y soluciones tecnológicas, respaldado por un equipo técnico y profesional; el sistema le ha generado una ventaja competitiva a la BVQ. Su competidor directo dispone de un software operativo, pero con un nivel de aceptación menor al sistema SICAV. Actualmente la BVQ provee este servicio a 26 casas de valores.

Por otro lado, la institución mantiene como competidores indirectos a los participantes del sistema financiero tradicional como son bancos, cooperativas y mutualistas, pues al igual que el mercado de valores constituyen una fuente directa de financiamiento y una opción de rentabilidad para inversionistas.

### Estructura de Propiedad y Organización

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima no pertenece a ningún grupo, pero dispone de participación accionaria en dos proveedores críticos. La primera es la compañía Sociedad Provedora y Administradora del Sistema Único Bursátil REDEVAL Red de Mercado de Valores S.A. La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y Redeval mantiene un contrato con una duración indefinida para la utilización del sistema transaccional ("SIUB"). Sin embargo, Redeval y el proveedor del sistema transaccional disponen de un contrato de duración

<sup>1</sup>

Fuente: <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-asociacion-bolsasvalores-centroamerica-caribe-26-jul-2018>



definida, el cual culmina su plazo en el año 2021.

La BVQ y la BVG son accionistas en cantidades proporcionales. Durante mayo 2018 se realizó un incremento de capital por parte de los accionistas con el fin de ajustar el capital de la empresa al mínimo estipulado según la resolución No. 231-2016-V. La BVQ realizó una inversión por USD 245,000.00 durante este período.

Por otro lado, la Sociedad mantiene una participación del 27,8% en el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (“Decevale”). Con esta empresa la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima tiene suscrito un contrato de prestación de servicios para la compensación y liquidación de las operaciones que se realizan a través del sistema transaccional y contratos para la custodia y administración de valores.

### Accionistas

El patrimonio de la Bolsa de Valores de Quito a junio-2018 suma un total de USD 5.95MM, del cual su rubro más representativo es su capital social (86.4%). Desde la transformación a sociedad anónima y consiguiente cotización de sus acciones en el mercado de valores, la estructura accionaria del capital social se ha modificado. A la fecha de corte, el capital social de Institución está distribuido en 80 accionistas, de los cuales 32 son casas de valores, 2 son personas jurídicas y 46 son personas naturales. Ninguno de los accionistas tiene una participación accionaria superior al 3.19%. Se resalta que todas las casas de valores son ecuatorianas y se encuentran constituidas como sociedades anónimas.

A pesar de no mantener una política de dividendos escrita, la Entidad se rige por los lineamientos reformados y detallados en la Ley de Compañías. En el artículo 297 de la mencionada Ley, se dispone que un porcentaje no menor al 10% de las utilidades líquidas estarán destinadas a formar el fondo de reserva legal, hasta que este alcance por lo menos el 50% del capital social. El estatuto o la junta general podrán acordar la formación de una reserva especial para prever situaciones indecisas. En las compañías emisoras cuyas acciones se encuentren inscritas en el Mercado de Valores, obligatoriamente se repartirá como dividendos a favor de los accionistas por lo menos el 30% de las utilidades líquidas realizadas que obtuvieren en el respectivo ejercicio económico. Los emisores cuyas acciones se encuentren inscritas en el Registro del Mercado de Valores, no podrán destinar más del 30% de las utilidades líquidas y realizadas que obtuvieren en el respectivo ejercicio económico, a la constitución de reservas facultativas,

salvo autorización unánime de la Junta General que permita superar dicho porcentaje. Las reservas facultativas no podrán exceder del 50% del capital social, salvo resolución unánime en contrario de la Junta General.

## ADMINISTRACIÓN Y ESTRATEGIA

### Calidad de la administración

La alta administración de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima está conformada por profesionales de prestigio con credibilidad y experiencia, lo que ha llevado a esta empresa a encontrarse bien posicionada en el mercado de valores ecuatoriano.

Como se indicó en los hechos relevantes, a partir de agosto de 2016 la Institución se transformó a Sociedad Anónima, por lo que muchos de sus procesos operativos y estructura interna debieron ajustarse.

En agosto del 2016 se creó el Área Comercial que ha permitido afianzar las relaciones interinstitucionales, mejorar el seguimiento de reclamos, determinar oportunidades de negocio y ganar una importante participación de mercado.

A mediados del 2016 la Junta General de Accionistas nombró a un nuevo presidente que cuenta con la experiencia necesaria y tiene la labor de garantizar el cumplimiento de los objetivos planteados.

### Gobierno Corporativo

La Sociedad tiene un Gobierno Corporativo responsable que hace cumplir las decisiones tomadas. El Gobierno de la Institución promueve información gerencial y contable transparente y confiable. Las políticas transaccionales y de negociación con sus usuarios están definidas y son iguales para todos los usuarios independientemente de su relación como accionistas.

El 22 de agosto de 2016, la Junta General de Accionistas, máximo órgano de gobierno, eligió al Directorio, compuesto por el presidente, seis vocales principales y tres alternos. De estos, dos son elegidos de entre los representantes legales o administradores de las casas de valores y los cinco restantes son externos y no se encuentran vinculados con la Sociedad ni con las casas de valores miembros.

Durante agosto del 2018 se realizará una nueva Junta General de Accionistas con el fin de elegir a los nuevos representantes del Directorio una vez



transcurrido el período de dos años de continuidad. Hasta la fecha de análisis, dicha junta no se ha ejecutado. Se resalta que cualquiera de los integrantes del Directorio puede ejercer su función como máximo por dos períodos de dos años consecutivos.

El Directorio se reúne mensualmente con el fin de monitorear el cumplimiento de los objetivos estratégicos tales como el manejo de los riesgos, la administración del talento humano, y las empresas relacionadas, entre otros; y aprobar los asuntos de su responsabilidad.

Por otro lado, durante el presente año la BVQ se afilió al Pacto Global y adoptó nuevas prácticas relacionadas con los ODSs (Objetivos de Desarrollo Sostenible).

La institución cuenta con dos comités estatutarios, el Comité Disciplinario dispuesto por la JPRMF y el Comité de Auditoría. Adicionalmente, su estructura es complementada con ocho comités internos especializados en función de la materia.

### Objetivos estratégicos

En el 2014 se planteó un plan estratégico a cinco años y su última actualización se realizó en el mes de octubre del 2016.

Entre sus principales objetivos para el corto y mediano plazo se contempla: lograr una apertura de capital exitosa, tener una estructura organizativa y tecnológica efectiva, potenciar el mercado de valores a través de actores externos, implementar un nuevo modelo de negocios con un enfoque más comercial a través del control de gastos cuyo resultado sea un mayor retorno para los accionistas, diversificar sus fuentes de ingresos, impulsar la integración de la Sociedad a otros mercados y cambios en la estructura organizacional a través del uso de *KPIs* (Indicadores de Gestión).

La Sociedad mantiene un presupuesto anual cuya responsabilidad es de la Gerencia General y se elabora durante el último trimestre de cada año. El presupuesto es aprobado por el Directorio, quien monitorea su cumplimiento de forma mensual.

### Implementación-Ejecución

La Institución maneja un Cuadro de Mando Integral, el cual es cumplimentado por todos los empleados a inicios de año y cuyo objeto es el seguimiento del desempeño frente a los objetivos planteados y una forma de identificar oportunidades de mejora entre los distintos niveles de la organización.

La Administración emite de forma anual el informe a

la Junta General de Accionistas, mediante el cual se da a conocer sobre los resultados de la implementación del plan estratégico.

La Institución ha buscado incrementar su eficiencia y productividad y hasta la fecha se registran algunas implementaciones tales como: la creación de un PMO (*Project Management Office*, sus siglas en inglés), optimización de su estructura (en los últimos cuatro años redujo el 16% del personal), mejoramiento en la gestión del talento humano, y desarrollos internos tecnológicos para monitoreo y control.

Durante el 2017 el desempeño de la institución fue positivo y superó la planificación inicial. Los resultados alcanzados fueron 89.7% mayores a los presupuestados. El sobrecumplimiento se obtuvo por ingresos operativos superiores, sustentados principalmente en mayores comisiones por operaciones y el cobro del sistema SICAV, al igual que un adecuado control del gasto operativo.

El enfoque estratégico de mantenerse en constante relación con actores externos se vio cristalizado en la incorporación de la BVQ a la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN) ejecutada durante el 2018.

Las expectativas de que el mercado de valores ecuatoriano se mantenga en desarrollo paulatino se refleja en las estimaciones de rentabilidad de la Entidad para el 2018. Hasta el primer semestre del presente año, se observó un crecimiento en los montos negociados a nivel nacional en comparación al mismo período del año anterior. En base a esto, y en los esfuerzos de la institución por mantener una participación de mercado más estable, estimamos un crecimiento anual de los ingresos de la institución del 5% para 2018.

La realización del presupuesto dependerá de los factores macroeconómicos así como de los lineamientos administrativos que la Entidad implemente. Se resalta el trabajo constante de la institución con el ente regulatorio con el fin fomentar e incentivar cambios reformativos que potencien el desarrollo del mercado de valores.

## GESTIÓN DE RIESGOS

### Riesgos operativos, reputacionales y legales

Respecto a la gestión del riesgo operativo, la Sociedad ha desarrollado un manual cuya política es administrar todos los riesgos que puedan impedir el cumplimiento de los objetivos institucionales a través de la identificación, medición y monitoreo de los mismos.

La Sociedad cuenta con una matriz estratégica de



riesgos, donde se determina la probabilidad de ocurrencia e impacto de los riesgos inherentes y potenciales asociados al negocio y los planes de acción para mitigar los mismos. La gestión de riesgos actualmente es ingresada de manera manual a sistemas computacionales.

El Comité de Riesgos fue constituido en octubre del 2014, y sesiona bimestralmente. En este participan el gerente general, el gerente legal, la gerente de operaciones, el gerente de tecnología, el analista técnico senior, el analista de recursos humanos, jefe de auditoría interna, jefe contable financiero y el oficial de cumplimiento. Los dueños de cada proceso, conjuntamente con el Comité estructuran las matrices específicas de riesgos y los avances respecto a la implementación de los planes de acción con el objetivo de actualizar la matriz de manera bimestral.

El Comité de Auditoría es uno de los dos comités estatutarios de la BVQ. Este Comité se encuentra conformado por tres miembros externos independientes a la administración de la Institución. La responsabilidad de este comité es de informar al Directorio sobre: 1) la calidad de los sistemas de control interno y la aplicación adecuada de la gestión de riesgos, y 2) el seguimiento a las observaciones de los informes de Auditoría Interna, de Auditoría Externa, del Comisario y de la SCVS.

La transformación de la Entidad a sociedad anónima, ha traído consigo una etapa de transición respecto al control de riesgos. Parte de esto se resalta en el manual operativo de los procesos, referente a las funciones, actividades y servicios que desempeña la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima, el cual ha sido ajustado y le permitió a la institución obtener la certificación ISO 9001-2015. El contar con esta norma internacional les ha permitido controlar y mejorar su rendimiento a través de la gestión de procedimientos, procesos y recursos. Se formalizaron muchos procesos, se expandió la identificación de riesgos de los procesos ya establecidos y ha permitido determinar oportunidades por explotar.

La Administración se enfoca en incentivar la cultura bursátil en cuanto al tema de riesgos a toda la organización a través de una campaña de educación interna consistente principalmente en charlas y conferencias a los colaboradores de la entidad.

La Institución tiene la obligación de proporcionar a las casas de valores, instituciones públicas, emisores e inversionistas en general la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente al mercado bursátil. Es por ello que la Sociedad ha suscrito un contrato con Redeval, que se encarga de

administrar y proveer a las casas de valores la infraestructura tecnológica que requiere el Sistema Electrónico Bursátil (SEB) para su funcionamiento. El SEB es la plataforma tecnológica adoptada como mecanismo electrónico único.

La empresa Redeval mantiene un contrato de licenciamiento de uso de la plataforma tecnológica SEB, suscrito con la compañía ICAP LLC, dueña del código del programa.

ICAP LLC es una compañía que cotiza en la Bolsa de Valores de Londres, opera en 31 países a nivel mundial y se dedica a prestar servicios de desarrollo tecnológico y plataformas tecnológicas para prestar servicios de corretaje.

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima continuamente realiza requerimientos de mejora al sistema transaccional con el objeto de minimizar errores en el uso de la plataforma tecnológica e implementar mejoras operativas de mercado. Redeval presta soporte técnico a través de una mesa de ayuda.

De acuerdo a la información proporcionada por la Entidad, durante el 2017 y 2018 se han presentado 5 eventos que no han generado pérdidas operacionales a la Sociedad. De estos cinco eventos, tres se encuentran corregidas a la fecha de análisis y dos se mantienen a la espera de resolución hasta la actualización de la nueva versión del software. La mayoría de los inconvenientes se registran debido a errores transaccionales. Sin embargo, este riesgo se encuentra mitigado por el contrato establecido entre la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y Redeval, en el que se establece que el proveedor deberá garantizar la calidad del servicio, exactitud y confiabilidad.

En la Carta de Control Interno emitida por el Auditor Externo a los balances auditados 2016, este recomienda que se realice un Hacking Ético completo a la red a fin de detectar todas las deficiencias de seguridad que puedan afectar al normal desempeño de las aplicaciones e infraestructura de red. La Administración al respecto indicó que se realizan pruebas de vulnerabilidad de manera mensual y se mantiene un contrato con una empresa operadora del servicio de seguridad perimetral que garantiza la protección de su red e infraestructura, por lo cual considera que dichos procesos son suficientes para detectar las posibles deficiencias de seguridad.

Con respecto al proceso de la compensación y liquidación, las compañías encargadas de la compensación final son Decevale y DCV a través de la instrucción dada por las casas de valores. La Bolsa de



Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima tiene como obligación entregar en tiempo real a los depósitos la información relacionada con las negociaciones en el mercado de valores, esto lo realiza de manera electrónica, automática y controlada vía servicios web para su procesamiento final. La Ley de Mercado de Valores en su artículo 70 estipula que, la omisión de las inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas, las infracciones de los deberes legales y reglamentarios relativos al depósito, compensación, liquidación y registro, darán derecho a los perjudicados a reclamar al Depósito Centralizado la indemnización de los daños sufridos, excepto el caso de culpa exclusiva del usuario de los servicios.

A la fecha de corte, la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima trabaja de manera conjunta con veinte y seis casas de valores a las que se les oferta una plataforma denominada Sistema Integrado para casas de valores, SICAV, con diferentes módulos para mantener un manejo del Back Office. Respecto a este servicio, consideramos que el riesgo operativo para la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima no es material, por tratarse de un sistema distinto al transaccional.

La Sociedad cuenta con un manual de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo y otros delitos (PLAFTOD), en el que se detallan las funciones, responsabilidades, procedimientos, alertas tempranas y controles para prevenir dicho delito. Este tipo de riesgo es analizado durante el Comité de Riesgos bimestral. Los informes de auditoría externa no detallan ningún evento que reportar.

Respecto al riesgo legal y regulatorio, el esquema normativo se ha modificado en los últimos cuatro años, y actualmente se encuentra en un proceso de transición, por lo que la Dirección Legal de la Entidad trabaja continuamente en las adecuaciones a la normativa para evitar ambigüedades al momento de su aplicación. Por otra parte, las disputas generadas por transacciones fallidas (errores compensación liquidación) son resueltas en primera instancia por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores, por lo cual la Sociedad se encuentra expuesta a sus disposiciones.

Si bien el marco regulatorio del mercado bursátil ecuatoriano no es muy desarrollado, la Entidad se encuentra aplicando correctamente las reglas vigentes.

Las posturas de compra y venta las realizan las casas de valores, y de acuerdo a la Ley estas son las responsables de la identidad y capacidad legal de las

personas que contrataren por su intermedio y de la existencia e integridad de los valores que negocian.

Es importante mencionar que, según la Ley de Mercado de Valores, las casas de valores deberán observar las normas de autorregulación dictadas por las bolsas de valores. En estas se determina que las bolsas de valores no serán responsables patrimonialmente por el incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte de las casas de valores para con sus clientes o para con terceros.

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima realiza controles de monitoreo continuo, preventivos y correctivos a las casas de valores que realizan operaciones en su sistema, lo cual reduce el riesgo operativo y reputacional al cual podría estar expuesto indirectamente.

De existir cargos dentro de los procesos de supervisión estos son trasladados al Comité Disciplinario Interno quien es el encargado de llevar dichos procesos en sus distintas fases hasta llegar a un dictamen. Durante el año 2018, se realizaron 15 procesos preventivos y correctivos. Por su parte, uno de estos casos fue escalado al Comité Disciplinario.

La Entidad a través de una arquitectura de protección denominada “Defensa en Profundidad” ha determinado los lineamientos para una correcta seguridad de la información, además de contar con dos analistas especialistas para un monitoreo continuo.

A la fecha de corte, la Administración indicó que el Comité de Tecnología se encuentra implementado. Los principales objetivos de dicho comité son determinar mejoras en procedimientos actuales a través de la automatización, proyectos relacionados a tecnología e innovación y desarrollo de nuevos productos.

La BVQ cuenta con un Comité de Seguridad de la Información que se reúne bimestralmente y su objetivo es identificar y definir las políticas informáticas dentro de la Institución, sociabilizar y analizar riesgos informáticos, así como sus controles. Esto es importante debido a que se debe mantener el sigilo bursátil definido legalmente.

Con respecto al riesgo de continuidad de negocio, la Sociedad mantiene un manual cuyo objetivo específico es asegurar su participación continua en el mercado bursátil ecuatoriano, mitigando posibles impactos en caso de darse eventos críticos. Cuenta con un sitio alterno para operar en el caso de no poder acceder al sitio de trabajo. A la fecha de corte se encuentran desarrollados los planes de



contingencia para diferentes escenarios de riesgo.

Adicionalmente, la empresa realiza respaldos diarios de las operaciones en un servidor externo y respaldos mensuales en un casillero externo de seguridad.

Por último, la Institución cuenta con pólizas de seguro de responsabilidad civil para directores y administradores, mantiene pólizas para cobertura de robo y asalto y pólizas multirisgo que cubren los riesgos asociados al edificio, muebles y enseres, obras de arte, equipo electrónico vehículos y fidelidad de los empleados.

### Administración del Riesgo de contraparte, Crédito y Mercado

Los principales riesgos de contraparte, crédito y mercado que mantiene la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima son los asociados a la pérdida potencial de su portafolio de inversiones. La Entidad cuenta con políticas y procedimientos para identificar, valorar, controlar y monitorear las exposiciones de su portafolio.

La mencionada política tiene como objetivo asegurar un portafolio de inversiones seguro, que ofrezca un buen rendimiento y se rija bajo los principios de liquidez, equilibrio en plazos, rentabilidad, seguridad y diversificación. Su política de inversiones es conservadora y la misma establece límites y cupos para las distintas inversiones que realizan, así como las calificaciones mínimas de sus emisores. La Sociedad tiene como restricción realizar operaciones de reporto y a plazo.

La entidad mantiene un control mensual de su portafolio a través de una herramienta de semaforización. Por otro lado, a partir del 2018 la institución implementó la NIIF 9, la que exige que se realice una provisión por deterioro de activos financieros. Derivado de esta aplicación se realizara una provisión mensual y se espera que a final de 2018 a provisión total llegue aproximadamente a USD 48M.

Mensualmente la información gerencial es presentada al Directorio y de existir cualquier excepción a la política, esta debe ser aprobada por el mismo.

La Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima al mantener relación con partes vinculadas (Decevale y Redeval) presentaría un riesgo de contraparte frente a las inversiones que tiene en las mismas. Las inversiones en estas empresas consideradas como relacionadas representan el 11.9% del total de los activos a jun-2018, lo que se considera una

exposición relativamente baja. Por otro lado, en el caso de evidenciarse riesgos operativos de dichas empresas, esto podría tener un impacto reputacional en las dos bolsas de valores activas.

## PERFIL FINANCIERO

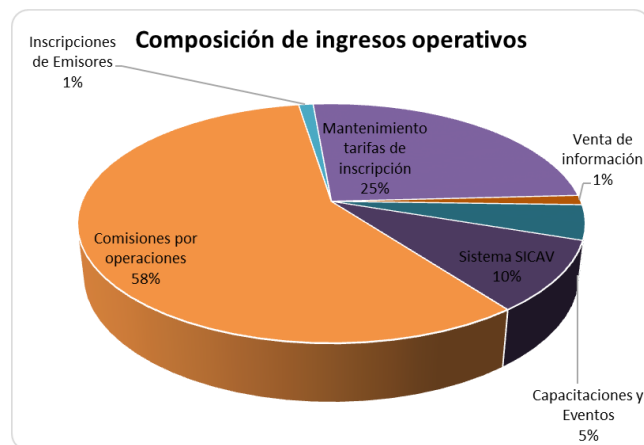
### Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Deloitte para el año 2014 mientras que para el año 2015, 2016 y 2017 se utilizaron los estados financieros auditados por la firma KPMG del Ecuador. Dichos informes no contienen observaciones. Además, se utilizaron los estados financieros directos al 30 de junio de 2018.

Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe se prepararon bajo las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores. Las proyecciones utilizadas para este proceso fueron presentadas por la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima y han sido ajustadas para el presente análisis de acuerdo al criterio de la calificadora.

### Ingresos y Rentabilidad



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

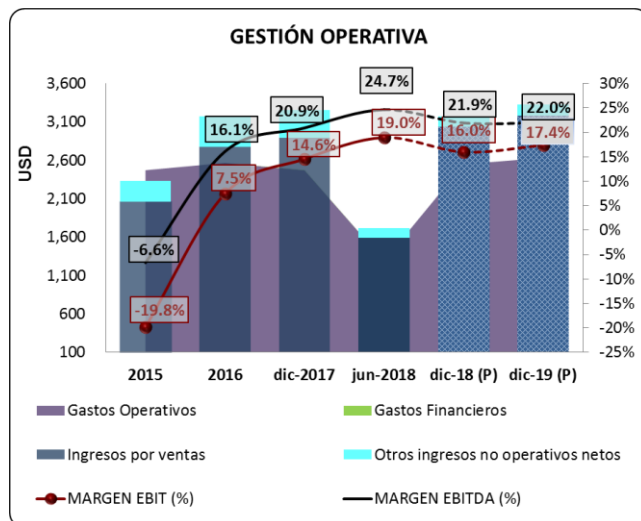
El crecimiento de los ingresos de la Bolsa de Valores de Quito y su volatilidad proviene tanto de los ciclos económicos del país como de la evolución del tamaño relativo del mercado de valores frente al PIB. Su principal ingreso (58%), las comisiones por el piso de bolsa, está ligado a su participación de mercado. Durante el primer semestre del 2018 se han observado niveles más estables en su participación,

con un promedio mensualizado del 44%.

Por otro lado, las cuotas por mantenimiento de emisores inscritos junto con las nuevas inscripciones han mostrado durante el último año una volatilidad mínima. Sin embargo, los ingresos de la BVQ por estos conceptos se redujeron durante el 2017 en comparación al 2016 considerando la reducción anual del número de emisores, que a su vez se concentró principalmente en instituciones consideradas como grandes.

A partir de marzo 2017, la estructura de ingresos de la institución se fortalece por el cobro a las casas de valores del sistema SICAV, el cual a junio-2018 llega a representar el 10% de total de sus ingresos operativos. Este ingreso fue determinante en el crecimiento de los ingresos de la BVQ en el 2017 (anual: +4.2%), considerando las contracciones en las comisiones por operaciones y mantenimiento de inscripciones durante el mismo período.

Para el 2018 se espera que los ingresos operativos mantengan la tendencia creciente presente en los últimos dos años, con un crecimiento cercano al 5%. El crecimiento estaría sustentado en un crecimiento de los montos negociados a niveles nacional, una política de comisiones más rígida y el impacto del registro anual de los ingresos provenientes del sistema SICAV.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018  
Proyecciones ajustadas por BWR.

La Sociedad registra otros ingresos no operativos, que provienen principalmente de los resultados por valoración de inversiones que mantienen en su portafolio, así como de los rendimientos financieros y dividendos que la Sociedad percibe de estos.

El EBITDA en dólares fue ha mostrado volatilidades, sin embargo a partir del 2016 registra valores positivos. En 2015 este fue negativo debido a la caída significativa de los ingresos, y se recuperó de forma importante en 2016. Su comportamiento confirma la correlación de la gestión de la Institución con los ciclos económicos del país y su nivel de estabilidad. Adicionalmente el tamaño del negocio hace que el EBITDA tenga alta sensibilidad a la ocurrencia de negocios extraordinarios como fue el caso del 2014-2015.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.

\*crecimiento de junio 2018 es interanual comparado con junio-2017.

En el 2017, el EBITDA se ubican en su máximo desde el 2014 como resultado de una estructura de ingresos más robusta. Con esto, el margen EBITDA del 2017 fue de 20.9%, lo que es equivalente a un incremento de 4.8pp en comparación al 2016. Siguiendo la misma tendencia, el margen EBIT de la BVQ se establece en una mejor posición anual en el 2017 con un 14.6% (2016: 7.5%).

El gasto operativo de la institución tradicionalmente no ha mostrado variaciones bruscas. Los gastos consisten principalmente en gasto de personal, rubro que BVQ se ha enfocado en optimizar desde 2016. Al cierre del 2017 se observa una adecuada administración de la evolución del gasto operacional con una leve reducción del 3.8% consistente a menores gastos por concepto de honorarios profesionales. Sin embargo, para el 2018 se prevé un crecimiento del gasto operación tomando en consideración una mayor participación de los trabajadores en los resultados netos, por incrementos en la utilidad, y la incorporación del gasto de provisiones por deterioro de activos productivos. Por último, lo resultados finales

incorporarán el incremento de la tasa impositiva de 22% a 25%.

Tomando en consideración lo anterior, la Administración espera que la utilidad neta se mantenga creciente en comparación al 2017. Sin embargo es importante mencionar que una parte representativa de los resultados netos está influenciada por los ingresos no operacionales relacionados a ganancias por valoraciones del portafolio de inversiones. Su volatilidad dependerá de las condiciones del mercado, oferta de títulos y liquidez en el sistema financiero.

A la fecha de análisis, la Institución mantiene un ROA del 12.56%, notablemente superior al mismo período del año anterior (9.12%). Por otro lado, el ROE se ubicó en 14.29% lo que representa un crecimiento interanual de 3.8pp. Se considera que ambos índices registran valores saludables y su cercanía responde a que la estructura financiera se compone principalmente de patrimonio y la entidad no mantiene deuda financiera.

### Estructura del Balance

#### ACTIVOS

Cuenta	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Total Activo Corriente	62%	67%	68%	65%
Fondos Disponibles	5%	2%	1%	1%
Inversiones corto plazo	50%	64%	64%	58%
CxC Comerciales	6%	1%	1%	5%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	0%	0%	1%	1%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	38%	33%	32%	35%
Propiedad, planta y equipo	21%	19%	18%	18%
Inversiones	1%	0%	0%	0%
Inversiones Emp. Relac.	10%	7%	8%	12%
Activos Intangibles y Diferidos	6%	7%	6%	6%
Otros activos	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### PASIVOS

Cuenta	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Total Pasivo Corriente	3%	4%	6%	9%
Deuda Financiera CP	0%	0%	0%	0%
Deuda Comercial	1%	1%	1%	5%
Otros Pasivos CP	2%	3%	5%	4%
Total Pasivo LP	8%	6%	5%	4%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos LP	8%	6%	5%	4%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>89%</b>	<b>90%</b>	<b>89%</b>	<b>87%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018

La estructura financiera de la BVQ se distingue por un alto nivel de patrimonio resultado de las disposiciones normativas, y tiene como contraparte tres principales activos: el portafolio de inversiones,

activos fijos, e inversiones en empresas relacionadas (Decevale y Redeval).

Por parte de sus pasivos, la Institución no mantiene endeudamiento financiero, el monto reducido de pasivos se relaciona con obligaciones con el personal y cuentas por pagar a proveedores. A la fecha de análisis, el pasivo corriente representa el 13.5% de los activos corrientes. Asimismo, los pasivos no corrientes son el 12.6% de los activos no corrientes de la institución. Consistentemente, el patrimonio a jun-2018 cubre el 86.8% de los activos totales.

Al momento la Entidad no tiene contingentes que pudieran convertirse en pasivos.

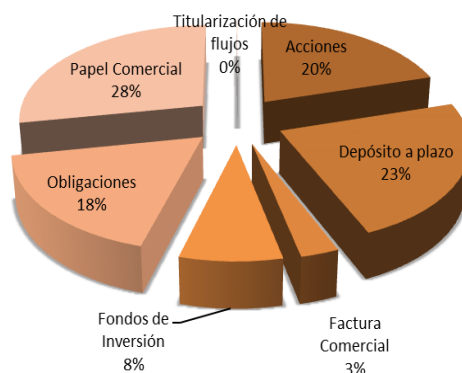
### Exposición a Contrapartes

A jun-2018, la BVQ mantiene inversiones de corto plazo que representan el 58% del total de sus activos. Adicionalmente, dentro del presente análisis se considera también como parte del portafolio total de inversiones a las acciones en las empresas relacionadas Decevale y Redeval, que son sus proveedores críticos (12%).

A la fecha de corte el portafolio de inversiones de corto plazo suma un total de USD 3.98MM (al incluir inversiones en acciones en relacionadas: USD 4.8MM).

En su mayoría, el portafolio se encuentra invertido en títulos de renta fija, pero también existe una participación de renta variable (acciones y cuotas de participación). No existen posiciones distintas al dólar americano puesto que el 100% se encuentra en emisiones locales.

### Composición del Portafolio por Tipo de Instrumentos



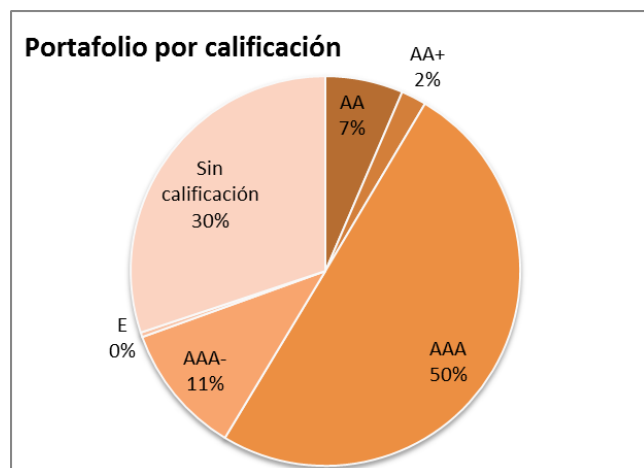
Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio-2018

El portafolio de la institución se encuentra diversificado en 44 emisores distintos. Dentro de

estos, seis emisores tienen una representación superior al 6% del portafolio. En conjunto estos emisores suman un total de 49.4% del portafolio total.

El portafolio está invertido en un 48.7% en el sector corporativo (obligaciones, papel comercial, facturas comerciales y titularizaciones de flujos). Por otra parte, el sector financiero representa el 23.3% del portafolio y corresponde a las inversiones de la BVQ en certificados de depósito, certificados de inversión y pólizas de acumulación.

Las inversiones en acciones representan el 20% del portafolio y están diversificadas en 7 compañías, de las cuales 2 son las empresas relacionadas detalladas anteriormente. El portafolio se complementa con las cuotas de participación de 5 fondos de inversión con plazos de permanencia mínimos inferiores a 30 días.



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio-2018

\*No calificado: corresponde a fondos de inversión, acciones y facturas comerciales.

En cuanto al riesgo de crédito del portafolio, se observa que el 61% del mismo tiene una calificación de riesgo superior a AAA-. Al agregar los títulos de calificación AA y AA+ (6.5% y 2.1% respectivamente), el porcentaje se incrementa al 69.5%. Existe a una pequeña porción (0.4%) del portafolio que tiene una calificación de E, esta corresponde a la inversión en obligaciones de Frutera de Litoral Cía. Ltda., que cayó en incumplimiento de pagos. Actualmente existe una provisión de 100% del valor invertido en dichos títulos. El 30% restante no tiene calificación de riesgo de crédito puesto que corresponde a acciones, fondos de inversión y facturas comerciales.

Se calcula que el 29.2% del portafolio es exigible en plazos de hasta 90 días. Las inversiones invertidas a plazos menores a 360 días representan a jun-2018 el 61.3%. El portafolio restante corresponde a títulos

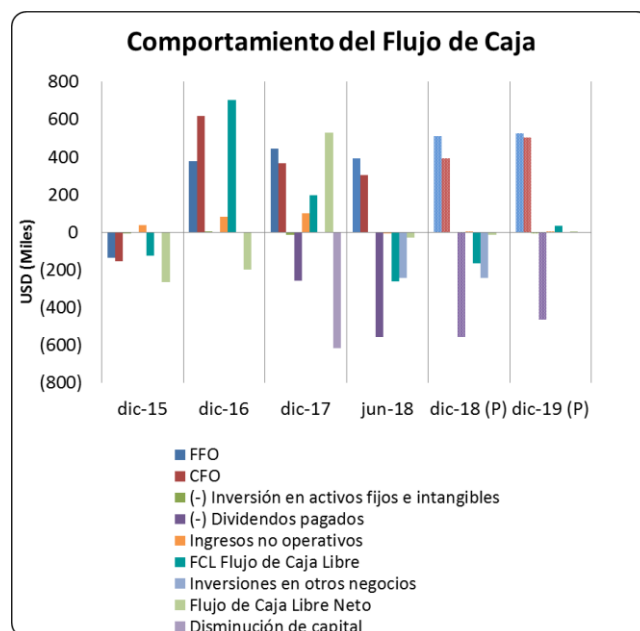
con vencimientos superiores y a acciones.

Composición del portafolio por plazo de vencimiento	
Plazo (días)	% Participación
0-30	11,4%
31-90	10,1%
91-180	16,7%
181-360	15,3%
361-720	6,5%
> 720	11,9%
Acciones	20,4%
Fondos de inversión	7,7%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte abril junio-2018

Se considera que el portafolio mantiene un buen nivel crediticio y una diversificación adecuada de acuerdo a sus políticas. Adicionalmente, la estructura de plazos de las inversiones le permitiría a la Entidad disponer recursos en el corto plazo de requerirlos, y en base a los reducidos saldos de pasivos corrientes, estos recursos cubrirían sin dificultad dichas obligaciones.

## Fondeo y liquidez



Fuente: Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima  
Elaboración: BWR con corte junio 2018  
Proyecciones ajustadas por BWR

El modelo de negocio de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima, ha permitido mantener su gestión operativa hasta la actualidad sin la



necesidad de requerir un fondeo externo. Los flujos requeridos por la institución provienen de su giro de negocio y/o de la venta o liquidación de inversiones. A la fecha de corte, el portafolio total de inversiones representa el 81.3% del patrimonio y el 94% del capital social, pero es importante resaltar que dentro del portafolio se encuentran sus inversiones en capital accionario de empresas relacionadas, las cuales se mantienen como activos a largo plazo y sin una planificación de liquidación o venta. Sin considerar estos títulos el portafolio representaría el 67% de patrimonio.

Tradicionalmente el flujo de caja operativo (“CFO”) se ha mantenido positivo. Sin embargo, al estar el modelo de negocio altamente expuesto a los ciclos económicos, durante el 2015 se registro un valor negativo. La reducción en los montos negociados reflejado en pérdidas al final de período hicieron que el EBITDA fuera negativo, y por consiguiente su Flujo de Fondos Operativos (“FFO”) y su CFO.

En el 2016, se presenta una notable recuperación tanto en los resultados generados como en los flujos operacionales. Cabe recordar que durante este período la institución pasó de ser una sociedad civil a una sociedad anónima. El CFO de este año se ubica positivo gracias a la utilidad alcanzada junto con una importante liberación del capital de trabajo gracias a la recuperación de una cuenta por cobrar que mantenía con un cliente desde el año 2005.

Por otro lado, durante el 2017 la estructura más robusta de ingresos operativos resultó en un EBITDA fortalecido. En el período se evidencia una reducción anual tanto del CFO como del FCF (Flujo de caja libre), que responde principalmente al primer pago de dividendos por la transformación a sociedad anónima, al igual que una necesidad de capital de trabajo por fluctuaciones de impuestos y cuentas por cobrar. Se debe mencionar que durante este período también se realizó una reducción de capital social de la empresa, lo que se reflejó en una disminución de las inversiones en bancos y fondos para responder con dicho proceso.

La Entidad no muestra mayores inversiones en CAPEX, porque la Entidad no maneja el sistema transaccional bursátil, pues tiene suscrito con Redeval un contrato para la prestación de este servicio. Las inversiones que realiza son básicamente para el mantenimiento y actualización del sistema SICAV.

A jun-2018, el CFO es positivo gracias a un EBITDA operativo más estable y creciente que cubre sin dificultad los requerimientos de capital de trabajo. Estos requerimientos son el financiamiento de

cuentas por cobrar comerciales, provenientes principalmente de la distribución de los ingresos relacionados al registro de nuevos emisores y cuotas de mantenimiento de inscripciones con la Bolsa de Valores de Guayaquil. Este rubro se compensa en parte por las cuentas por pagar de la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima a la Bolsa de Valores de Guayaquil, por el mismo concepto.

En las proyecciones se estima que la tendencia positiva de un flujo de caja operativo (CFO) se mantenga para el cierre del 2018 y 2019, sustentado por un EBITDA operativo creciente.

Al no contar con endeudamiento financiero, la Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima cuenta con flexibilidad financiera y mantiene activos líquidos que le permiten cubrir sus requerimientos operativos.

### Capitalización y Apalancamiento

Durante el 2017 la Bolsa de Valores de Quito realizó la disminución de su capital por un monto de USD 616,560. Con dicha reducción el capital social de la institución alcanza la suma de USD 5.14MM, csobrecumpliendo con lo dispuesto por la JPMRF de un capital mínimo suscrito establecido en la Ley de USD 5MM para su funcionamiento.

La Administración considera que el patrimonio de la Sociedad es holgado en función a los riesgos que mantiene por lo que se espera que todos los excedentes sean repartidos en dividendos. La repartición de dividendos del ejercicio económico 2017 aprobada por la Junta General de Accionista fue de USD 560,021.16.

El robusto patrimonio es una de las fortalezas de la institución, que en conjunto con una buena liquidez proveniente de su portafolio de inversiones y su estructura con un endeudamiento nulo, le permite a la Bolsa de Valores de Quito mitigar los riesgos provenientes del giro del negocio.



<b>Bolsa de Valores de Quito BVQ Sociedad Anónima</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>jun-18</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
Ventas	2,063,423	2,773,284	2,889,104	1,593,662
% crecimiento	-19.9%	34.4%	4.2%	-44.8%
MARGEN BRUTO (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	(137,196)	446,852	604,501	392,964
MARGEN EBITDA (%)	-6.6%	16.1%	20.9%	24.7%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	(137,196)	446,852	604,501	392,964
MARGEN EBITDAR (%)	-6.6%	16.1%	20.9%	24.7%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	(408,135)	207,145	420,951	302,047
MARGEN EBIT (%)	-19.8%	7.5%	14.6%	19.0%
Gasto Financiero del período	-57	-82	-5,183	0
Impuestos a la renta	0	-70,475	-156,178	0
UTILIDAD NETA	(137,781)	538,683	622,246	429,881
<b>Resumen Balance</b>				
Caja y Equivalentes de Caja	343,877	152,865	48,498	51,300
Reservas en efectivo o equivalentes para pago deuda	38,500	0	0	46,300
<b>Principales Cuentas del Capital de Trabajo</b>				
Cuentas por Cobrar Comerciales	384,844	35,859	79,751	346,247
Cuentas por Pagar Proveedores	67,849	55,735	83,011	319,409
Deuda Financiera Total	0	0	0	0
Otros Pasivos	624,677	635,067	672,896	586,097
Patrimonio	5,758,307	6,296,990	6,079,997	5,949,857
Patrimonio Tangible	4,683,888	5,256,655	5,064,958	4,714,733
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	-137,196	446,852	604,501	392,964
(-) Gasto Financiero del período	-57	-82	-5,183	0
(-) Impuesto a la renta del período	0	-70,475	-156,178	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	-137,253	376,295	443,140	392,964
(-) Variación Capital de Trabajo	-16,314	241,823	-76,382	-90,893
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-153,567	618,118	366,758	302,071
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	270,411	402,095	362,656	127,834
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	-233,488	-319,635	-262,807	-134,971
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-258,474	-556,456
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8,323	6,993	-4,398	-2,420
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-5,847	-8,980	1
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-124,967	701,724	194,755	-263,941
Margen de Flujo de Caja Libre %	-6.1%	25.3%	6.7%	-16.6%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	0	0	0	0
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	311,663	7,593	-16,940	32,608
OTRAS INVERSIONES NETO	-141,542	-900,329	334,378	234,135
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	-616,560	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	45,154	-191,012	-104,367	2,803
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	298,723	343,877	152,865	48,498
<b>Indicadores</b>				
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA (x)	-	-	-	-
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDAO(x)	2.51	(0.34)	(0.08)	(0.07)
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0%	0%	0%	0%
Flujo de efectivo libre/ Deuda Financiera Total	0%	0%	200%	300%
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	-	-	-	-
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	-	-	2.00	3.00
Flujo de efectivo libre/ DeudaCorto Plazo	-	-	2.00	3.00
Ingresos totales/CAPEX	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. 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 debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó 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 es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión 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. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados 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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2018.