



**UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO**

**Colegio de Posgrados**

**Análisis de los modelos de calificación de las calificadoras de riesgo registradas en el Ecuador, importancia del componente cualitativo - caso Solarex S.A.**

**Katherine Elizabeth Lindao Jurado**

**Adrián Rafael Aguirre Jurado**

**César Cisneros, MBA., Director de Trabajo de Titulación**

Trabajo de Titulación presentado como requisito para la obtención del título de  
Magíster en Administración Bancaria y Finanzas

Quito, agosto de 2015

**UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO  
COLEGIO DE POSTGRADOS**

**HOJA DE APROBACIÓN DE TRABAJO DE TITULACIÓN**

**Análisis de los modelos de calificación de las calificadoras de riesgo registradas en el Ecuador, importancia del componente cualitativo - caso Solarex S.A.**

**Katherine Elizabeth Lindao Jurado**

**Adrián Rafael Aguirre Jurado**

César Cisneros, MBA.,  
Director de Trabajo de Titulación y  
Miembro del Tribunal, Presidente

\_\_\_\_\_

Néstor Jaramillo, Dr.,  
Miembro del Tribunal, Vocal

\_\_\_\_\_

Roberto Salem, MBA.,  
Miembro del Tribunal, Vocal

\_\_\_\_\_

César Cisneros, MBA.,  
Director de la Maestría en Banca y Finanzas

\_\_\_\_\_

Thomas Gura, Ph.D.  
Decano del Colegio de Administración para  
el desarrollo

\_\_\_\_\_

Víctor Viteri, PhD.,  
Decano del Colegio de Postgrados

\_\_\_\_\_

Quito, agosto de 2015

## © Derecho de autor

Por medio del presente documento certificamos que hemos leído todas las Políticas y Manuales de la Universidad San Francisco de Quito USFQ, incluyendo la Política de Propiedad Intelectual USFQ, y estamos de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo quedan sujetos a lo dispuesto en esas Políticas.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma del estudiante: \_\_\_\_\_

Nombre: Katherine Elizabeth Lindao Jurado

Código de estudiante: 00082000

C.I.: 0920324795

Firma del estudiante: \_\_\_\_\_

Nombre: Adrián Rafael Aguirre Jurado

Código de estudiante: 00082014

C.I.: 0918285990

Fecha: Quito, agosto de 2015

## DEDICATORIA

A mis padres, quienes han sabido guiarme siempre en cada una de mis decisiones, y algunas veces apoyarme en aquellas que no se alineen a sus expectativas.

Katherine

Al amor de mi vida, María José, por ser mi compañera, mi refugio, mis alegrías y mis logros. Gracias por estar conmigo, y apoyarme en todos mis proyectos y mis sueños. Definitivamente eres lo que siempre soñé.

A mis padres que han sido mi inspiración constante durante toda mi vida, y son los que me han motivado a alcanzar todas mis metas.

Esta tesis es fruto de mi esfuerzo y mi superación.

Adrián

## AGRADECIMIENTO

A mi mami por su paciencia infinita, a mi hermano de quien espero ser ejemplo y apoyo. A mi papi en la distancia, aunque no veas de cerca mis logros sé que te enorgulleces.

A María José y Adrián, por el aunado esfuerzo en la elaboración de la tesis.

A mi anterior trabajo por haberme dado la experiencia

A nuestro querido tutor por todo el apoyo. Muchas gracias César.

A Raúl por alentarme a seguir.

Katherine

A mi Dios, por regalarme el maravilloso don de la vida y darle un sentido a mi existencia. Por demostrarme que con seguridad y confianza todo se puede y que no existen imposibles cuando se tiene ganas y esperanzas.

A mi amada esposa María José y Cosi, por estar pendientes de cada uno de los detalles y ser mis complementos ideales. Gracias por ayudarme a crecer como persona, no hay duda que sin ustedes no sería lo mismo.

A mi compañera de Tesis Katherine, por ser constante y motivarme a alcanzar una meta más que es nuestro título de Máster, gracias por toda tu ayuda y por demostrarme que en la perseverancia está el éxito para nuestro desarrollo profesional.

A mi familia, en especial a mis padres Raquel y Washington, quienes han sido mi guía durante toda mi vida y me han formado como un hombre de bien, a mis hermanos Ricardo y Andrés que a pesar de la distancia, están siempre apoyándome y celebrando conmigo todos mis logros.

A mi familia política por acogerme con cariño y tratarme como un hijo y un sobrino querido.

Adrián

## RESUMEN

Esta investigación se enfoca en uno de los participantes del Mercado de Valores, las Calificadoras de Riesgo, empresas dedicadas a asignar categorías de calificación a instituciones financieras y a empresas registradas en el mercado de valores. Si nos enfocamos en aquellos partícipes emisores de deuda, podemos decir que estas empresas son responsables de dar una visión al inversionista del riesgo que adquieren al adquirir un título valor. En el mercado ecuatoriano el organismo regulador es la Superintendencia de Mercados y Valores a través de la Intendencia de Valores. Básicamente, lo que se ha querido lograr con este análisis, es comprender que factores son evaluados al momento de otorgar una calificación de riesgo de títulos valores; a través de una comparación metodológica de las calificadoras registradas y vigentes a la fecha, se puede conocer que componentes incluye dicha metodología. En primera instancia el estudio inicia con la descripción de conceptos básicos de las leyes que enmarcan el mercado de valores, definiciones importantes para tener una mejor visión del tema a tratar. Posteriormente, se revisa las funciones de una calificadora, tanto internacional como local, enfocándonos en las calificadoras locales quienes derivan su metodología de las tres agencias de calificación internacionales. De forma seguida, presentamos y comparamos la metodología aplicada en las evaluaciones de empresas no financieras emisoras de títulos valores. En la última sección se expone el análisis de un caso particular, una empresa que disminuyó su calificación y que actualmente no está registrada en mercado de valores, y sobre la cual se espera definir qué valores fueron más importante al momento de asignar una categoría de riesgo.

*Palabras claves:* riesgo, calificación, cualitativo, calificadora, valores

## ABSTRACT

This research focuses on one of the participants of the Securities Market, the Rating Agencies, companies dedicated to assigning rating categories to financial institutions and companies registered in the stock market. If we focus on those participants who act as issuers of debt, we can say that these companies are responsible for giving the investor an overview of the risk he or she is acquiring when purchasing a security. In the Ecuadorian market, the regulatory body is the Superintendency of Companies and Securities which acts through the Intendency of Securities. Basically, what we have tried to achieve with this analysis is to understand what factors are assessed when granting a risk rating of securities; through a methodological comparison of registered rating agencies in force, it is possible to find which components are included in that methodology. First, the study begins with a description of basic concepts of the laws surrounding the securities market; definitions which are important in order to have a better understanding of the topic. Subsequently, the functions of a rating agency, both international and local, are reviewed, focusing on local rating agencies which derive their methodology from the three international rating agencies. Afterwards, we present and compare the methodology applied in the assessment of non-financial companies which issue securities. In the last section, we present an analysis of a particular case, a company that lower its rating and which is currently not registered in the stock market, and from which we expect to define which values were most important when assigning a risk category.

*Keywords: risk, rating, qualitative, rating agency, securities*

## TABLA DE CONTENIDO

Resumen .....	7
Abstract.....	8
<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>14</b>
<b>2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA .....</b>	<b>16</b>
2.1 Planteamiento del Problema .....	16
2.2 Formulación del Problema .....	17
2.3 Sistematización del Problema.....	17
<b>3. JUSTIFICACIÓN.....</b>	<b>18</b>
3.1 Objetivos .....	18
3.2 Hipótesis .....	19
<b>4. MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>20</b>
4.1 Definiciones Ley de Mercado de Valores (LMV) .....	20
4.2 Concepto de Riesgo.....	25
4.3 Mercado de Valores.....	26
4.4 Mercado de Valores Ecuatoriano .....	27
<b>5. CALIFICADORAS DE RIESGO .....</b>	<b>33</b>
5.1 Calificadoras de Riesgo a nivel internacional .....	33
5.2 Las Calificadoras de Riesgo en Ecuador .....	35
<b>6. METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO     ECUATORIANAS .....</b>	<b>46</b>
6.1 Comparación de metodologías de Calificación en Ecuador .....	46
6.2 Variables relevantes.....	51
<b>7. CASO PARTICULAR: COMPAÑÍA SOLAREX S.A. ....</b>	<b>54</b>

<b>7.1 Antecedentes.....</b>	<b>54</b>
<b>7.2 Revisión de la calificación otorgada.....</b>	<b>58</b>
<b>7.3 Evaluación final .....</b>	<b>65</b>
<b>8. CONCLUSIONES .....</b>	<b>69</b>
<b>9. REFERENCIAS.....</b>	<b>72</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. NIVELES DE CALIFICACIÓN INTERNACIONAL.....	34
TABLA 2. REQUERIMIENTOS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES.....	36
TABLA 3. CALIFICADORAS INSCRITAS EN EL REGISTRO DE MERCADO DE VALORES.....	37
TABLA 4. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	38
TABLA 5. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	38
TABLA 6. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	39
TABLA 7. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	40
TABLA 8. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	40
TABLA 9. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	41
TABLA 10. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	42
TABLA 11. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	42
TABLA 12. INFORMACIÓN SOCIETARIA DE ESTA CALIFICADORA DE RIESGOS.....	43
TABLA 13. VARIABLES PACIFIC RATING S.A.....	48
TABLA 14. VARIABLES BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.....	48

<b>TABLA 15. VARIABLES SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO</b>	
<b>LATIONAMERICANA S.A.....</b>	<b>49</b>
<b>TABLA 16. VARIABLES CLASS INTERNATIONAL RATING .....</b>	<b>50</b>
<b>TABLA 17. VARIABLES SUMMA RATINGS.....</b>	<b>50</b>
<b>TABLA 18. RESUMEN DE CALIFICACIÓN SOLAREX.....</b>	<b>59</b>
<b>TABLA 19. RESUMEN FINANCIERO COMPAÑÍA SOLAREX S.A.....</b>	<b>61</b>
<b>TABLA 20. MATRIZ DE EVALUACIÓN DE RIESGO DE LA INDUSTRIA.....</b>	<b>62</b>
<b>TABLA 21. MATRIZ DE EVALUACIÓN POSICIÓN DE LA EMPRESA EN LA</b>	
<b>INDUSTRIA.....</b>	<b>63</b>
<b>TABLA 22. CATEGORÍAS PARA “MATRIZ POSICIÓN DENTRO DE LA</b>	
<b>INDUSTRIA” .....</b>	<b>63</b>
<b>TABLA 23. MATRIZ DE EVALUACIÓN DE CARACTERÍSTICAS DE LA</b>	
<b>ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD.....</b>	<b>64</b>
<b>TABLA 24. CATEGORÍAS PARA “MATRIZ CARACTERÍSTICAS</b>	
<b>ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD.....</b>	<b>64</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1. EVOLUCIÓN DE EMISIONES DE VALORES AUTORIZADAS.....	29
FIGURA 2. COMPOSICIÓN EMISIONES DE VALORES AUTORIZADAS 2012- 2014.....	30
FIGURA 3. EVOLUCIÓN DE OBLIGACIONES.....	31
FIGURA 4. EVOLUCIÓN DE PAPEL COMERCIAL.....	31
FIGURA 5. EVOLUCIÓN DE TITULARIZACIONES.....	32
FIGURA 6. PARTICIPACIÓN DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	44
FIGURA 7. LOGO GINÓ´S.....	55
FIGURA 8. INFORME DE CALIFICACIÓN DE CALIFICADORA DE RIESGOS.....	67

## 1. INTRODUCCIÓN

La evolución registrada en el Mercado de Valores se evidencia en el número de transacciones de los valores de renta fija, en donde de 13 títulos valores ofertados en el 2004 pasaron a 109 en el 2014, el tipo de instrumento que mayormente se comercializó fueron las obligaciones de largo plazo.

El desarrollo del mercado de valores no sólo se reflejó en el número de transacciones y de empresas que decidieron convertirse en emisores de títulos valores, sino también de los demás actores, ente éstos Casas de Valores, Calificadoras de Riesgos, Administradores de Fondos y Fideicomisos, Auditores, entre otros. Estas sociedades deben inscribirse en el Registro del Mercado de Valores, dentro de la Superintendencia de Compañías y Valores, para poder participar.

El crecimiento notable que ha tenido el Mercado de Valores en el Ecuador nos ha llevado a analizar a uno de sus partícipes, las Calificadoras de Riesgo, quienes son responsables de asignar un criterio de calificación a los títulos valores que circulan en el mercado de valores, para lo cual cuentan con modelos de calificación, generalmente derivados de las Agencias Calificadoras de Riesgo internacionales, ajustados a la realidad ecuatoriana y enmarcados en las disposiciones del organismo rector, la Intendencia de Valores.

Mediante modelos de ponderación aplicados a diversas variables las Calificadoras de Riesgo otorgan una calificación, evaluando no sólo cifras financieras sino también factores como la industria en donde se desempeña la compañía y la calidad de su componente administrativo.

El presente trabajo pretende describir el rol de uno de los partícipes del mercado de valores, las Agencias de Calificación de Riesgo, quienes a través de una metodología emiten una opinión de la calidad crediticia de un emisor. El grado de importancia que adquieren cada una de estas variables es lo que vamos a conocer en el presente documento, enfocándonos en el estudio de una compañía que a la presente fecha tiene cancelado el registro de inscripción mencionada anteriormente.

## **2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA**

### **2.1 Planteamiento Del Problema**

El crecimiento de las emisiones de renta fija resultó significativo dentro del mercado de valores ecuatoriano durante la última década. La incorporación de nuevos emisores de obligaciones, además de nuevas emisiones de emisores ya existentes, formó parte de éste crecimiento, pasando de 13 emisiones de títulos valores, papel comercial, emisión de obligaciones, y titularizaciones, en el año 2004, a 109 procesos en el 2014.

El mayor volumen de títulos valores transados, involucró el crecimiento de casas de valores, calificadoras de riesgo, estructuradores, fiduciarias, y otros partícipes del mercado de valores. En el caso particular de las agencias calificadoras de riesgos, las que ya existían crecieron en tamaño, y surgieron además nuevos participantes.

Las agencias calificadoras de riesgo, deben contar con una metodología de calificación de cada uno de los títulos que se transan en el mercado de valores ecuatorianos, metodología que debe enmarcarse en la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana y su Codificación de Resoluciones. La opinión sobre la calidad crediticia de los títulos valores, se realiza a partir de evaluar variables cualitativas y cuantitativas.

A Junio de 2015, 7 instrumentos se encuentran calificados “E”, fueron emisiones de obligaciones de corto y largo plazo. De estos procesos, algunos presentaron deterioro de sus cifras financieras, pero que tan importante fue el componente cualitativo es algo que debe comprobarse a fin de evitar futuras

afectaciones en el mercado de valores ecuatoriano. De ahí la necesidad de realizar un estudio que permita conocer si variables cualitativas como la calidad administrativa de quienes lideran una compañía, pueden incidir en el no pago de las emisiones de obligaciones, las cuales deberán fortalecerse al momento de ingresar al mercado de obligaciones.

## **2.2 Formulación del Problema**

¿Cuál es el impacto del componente cualitativo dentro de una metodología de calificación para determinar que exista o no incumplimiento en el pago de valores de renta fija?

## **2.3 Sistematización del Problema**

¿Cuáles son las metodologías de calificación actualmente usadas por las agencias calificadoras de riesgo en el Ecuador?

¿Qué tan importante puede resultar la evaluación de riesgo de crédito en los modelos de calificación de las calificadoras de riesgo?

¿Se puede predecir el carácter de un emisor?

### 3. JUSTIFICACIÓN

En el año 2014 y en el primer trimestre de 2015 se observaron ciertas situaciones que pudieron causar nerviosismo dentro del mercado de valores ecuatoriano, afectando a las decisiones de los inversionistas y pudiendo contraer la oferta de títulos valores. (Diario El Universo)

Ceteris paribus la caída del precio del petróleo y su efecto en la contracción de la economía ecuatoriana, el efecto de la caída de las categorías de calificación de empresas emisoras, pudo haber afectado la interacción que ha venido mostrando el mercado de valores, y con esto su efecto de generar producción a través de las emisiones como mecanismo de financiamiento.

#### 3.1 Objetivos

Objetivo general:

Evaluar la importancia de un componente cualitativo dentro de un modelo de calificación de emisores de deuda, a fin de poder generar alertas tempranas sobre el comportamiento de pago de un emisor.

Objetivos específicos:

- Conocer los actuales modelos de calificación de las agencias calificadoras ecuatorianas.
- Evaluar las razones de los cambios de calificación de la muestra de empresas ecuatorianas que han caído en default.
- Realizar ajustes en los componentes actualmente evaluados para otorgar una calificación.

### **3.2 Hipótesis**

El componente cualitativo no resulta importante dentro de una metodología de calificación al momento de asignar una categoría de riesgo.

## 4. MARCO TEÓRICO

Investigación de tipo cualitativo, con enfoque de estudio de caso. El tipo de investigación que se aplica es la observación documental, de carácter hermenéutico (interpretación de textos). De igual manera se empleó el juicio de expertos.

Utilizando el método de investigación deductivo partiremos de un marco general de referencia hasta desarrollar y analizar el caso de la empresa Solarex y su marca Gino's.

Se analizó la Ley de Mercado de Valores y su Codificación de Resoluciones, además de publicaciones de la Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil. Se revisaron páginas web de las Calificadoras de Riesgos y las metodologías publicadas. Se evaluaron las cifras financieras e informes de calificación de aquellos emisores que mostraron un deterioro en su calificación. Se conversó con personas relacionadas al Mercado de Valores ecuatoriano.

### 4.1 Definiciones Ley de Mercado de Valores (LMV)

Mercado de valores: Mercado que utiliza los mecanismos previstos en la Ley de Mercado de Valores, para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil. *Art. 3 LMV.*

Mercado bursátil: Conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de

valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley. *Art. 3 LMV.*

Mercado extrabursátil es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores. *Art. 3 LMV.*

Valores de renta fija: Aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes. El emisor debe colocar los valores de renta fija que emita en el mercado bursátil a través de una casa de valores, o un operador autorizado, salvo los casos de excepción previstos en la Ley. *Art. 30 LMV*

Valores de renta variable: Aquellos que no tienen un vencimiento determinado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o ganancias de capital, variará según los resultados financieros del emisor. Tanto en el mercado primario como en el secundario los valores de renta variable, inscritos en bolsa deberán negociárselas bolsas de valores deben comprarse y venderse únicamente en el mercado bursátil, a través de intermediarios de valores autorizados. *Art. 32 LMV*

Bolsas de valores: Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores. Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por la Política y Regulación Monetaria y Financiera, mediante norma de carácter general. *Art. 44 LMV*

Titularización: Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la Ley. *Art. 138 LMV*

Obligaciones: Son Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso. La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales determinados por la Junta de Regulación de Mercado mediante norma de carácter general. La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Los bancos privados no podrán emitir obligaciones de corto plazo. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento. Podrán emitirse también obligaciones sindicadas efectuadas por más de un Emisor en un solo proceso de oferta pública, de conformidad con lo dispuesto en esta ley y las disposiciones de carácter general que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera para ese efecto. *Art. 160 LMV*

Calificadoras de riesgo: Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal. *Art. 176 LMV*

Calificación de riesgo: Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública. *Art. 185 LMV*

#### Categorías de calificación de valores de deuda

Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Categoría AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Categoría A: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen

una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.

Categoría B: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen capacidad para el pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, y presentan la posibilidad de deteriorarse ante cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría C: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen un mínimo de capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, pudiendo incurrir en pérdidas de intereses y capital.

Categoría D: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes no tienen capacidad para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, y presentan posibilidad de incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital.

Categoría E: Corresponde a los valores cuyo emisor y garante no tienen capacidad para el pago de capital e intereses, o se encuentran en estado

de suspensión de pagos o no cuentan con activos suficientes para el pago, en caso de quiebra o liquidación. Art. 21, Capítulo III, del Subtítulo IV del Título II de la codificación del Consejo Nacional de Valores.

## 4.2 Concepto de Riesgo

Riesgo: Volatilidad de los Flujos Financieros no esperados, generalmente derivada de los activos o pasivos. (Jorion).

Riesgo Financiero: Relacionado con las posibles pérdidas en los mercados financieros. (Jorion)

Riesgo Financiero: Desde un punto de vista financiero, el riesgo significa incertidumbre sobre la evolución de un activo, e indica la posibilidad de que una inversión ofrezca un rendimiento distinto del esperado (tanto a favor como en contra del inversor). *Glosario MV SCIAS*

Riesgo de Liquidez: Riesgo de no poder vender o transferir un instrumento en el momento deseado y a un precio razonable. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo de Precio: Riesgo de pérdida por variaciones en los precios de los instrumentos frente a los precios del mercado. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo de Insolvencia: Riesgo de pérdida ocasionada por el incumplimiento de pago del emisor. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo de Tasa de Interés: Riesgo de pérdida ocasionada por cambios inesperados en las tasas de interés del mercado. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo Jurídico: Riesgo derivado de situaciones de orden legal que puedan afectar la titularidad de la inversiones. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo Sistémico: También llamado riesgo de mercado, es debido a factores de riesgo generales, tales como cambios en el ciclo económico, reforma impositiva, etc. Este riesgo afecta a todo tipo de valores. *Glosario MV SCIAS*

Riesgo no sistémico: El Riesgo no sistémico es único y particular de cada compañía. Estos factores no sistemáticos pueden variar desde una huelga que afecte al sector o a la empresa, la aparición en el mercado de un nuevo competidor, el nivel de endeudamiento, etc. Este tipo de riesgo, es posible eliminar casi totalmente con la diversificación. *Glosario MV SCIAS*

### **4.3 Mercado de Valores**

Los mercados financieros se pueden clasificar en dos principales, mercado de dinero y el mercado de capitales. En el mercado de dinero, circulan instrumentos que asumen forma de deuda y que deben liquidarse en el corto plazo (Ross, Westerfield, Jaffe), es una forma de trasladar el ahorro a la inversión. Por otro lado, el mercado de capitales, circulan obligaciones de largo plazo (superior a un año), y los instrumentos de capital accionaria.

Dentro de los mercados financieros, de forma más específica en el mercado de capitales, encontramos al mercado de valores, el cual posibilita el financiamiento a mediano y largo plazo de los sectores productivos. Las compañías que demandan fondos, negocian a través de documentos o títulos valores, con aquellas que tienen superávit de capital.

De acuerdo con Stiglitz (1993), el Mercado de Capitales difiere de otros mercados, en donde sus imperfecciones tienen un mayor efecto, por lo que requieren de un mayor control regulatorio procurando que éste sea eficiente.

## **4.4 Mercado de Valores Ecuatoriano**

### **4.4.1 Ley de mercado de valores**

El mercado de valores en el Ecuador, aunque pequeño y poco activo en lo que respecta a instrumentos accionarios, ha demostrado tener mayor actividad en instrumentos de deuda en la última década. Pero éste desarrollo, evidenciado en la última década, no fue trascendente en sus inicios.

En 1955 se crea la Comisión Nacional de Valores, sustituida en 1965 por la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional, esto luego de la creación de la Ley de Comisión de Valores. Ya en 1969, la Comisión Legislativa Permanente, faculta el establecimiento de Bolsas de Valores, como compañías anónimas, otorgando la facultad a la Corporación Financiera Nacional de fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A., posteriormente se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil, las

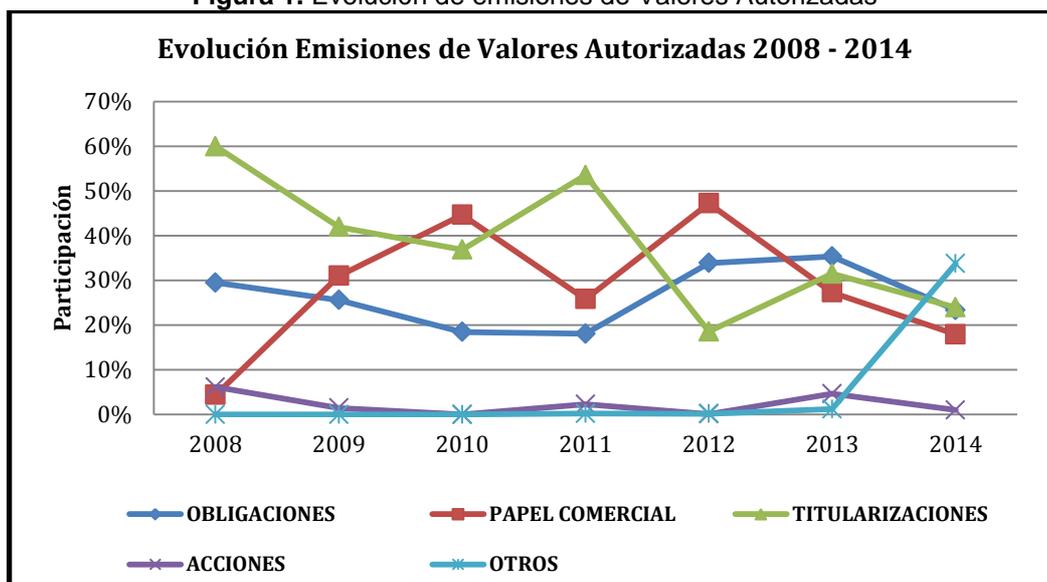
cuales entraron en operación en 1970. (Guía Didáctica del Mercado de Valores, Guayaquil, Agosto 2002).

El 28 de Mayo de 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, “siendo su principal aporte fue la constitución de las casas de valores en lugar de los agentes de bolsa, administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores, y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro” (Página web Superintendencia de Compañías y Valores).

En Julio de 1998, se expidió la vigente Ley de Mercado de Valores, a partir de la cual se promovió el desarrollo del mercado de valores en el Ecuador, el cual a pesar de no encontrarse alineado al usual movimiento de mercados de valores internacionales, ha contribuido al desarrollo productivo del país.

#### **4.4.2 Evolución del Mercado de Valores – Emisión de Obligaciones**

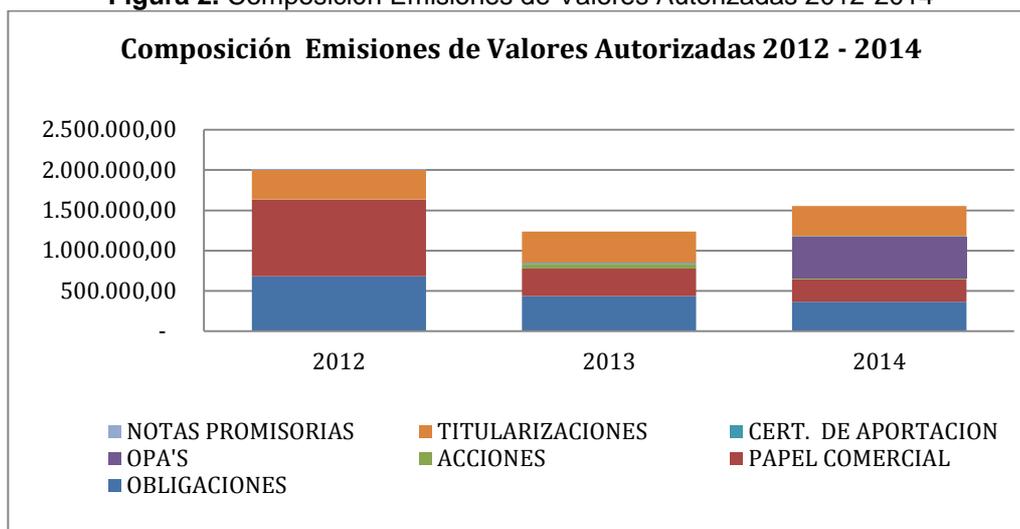
En mercado de valores en Ecuador, ha tenido un desarrollo importante en el país durante los últimos 10 años, no obstante aún se mantiene rezagado respecto al movimiento que se puede observar en los mercados internacionales. En el 2008 se ofertaron US\$914 millones de dólares, año en donde las acciones escasamente tenían una participación de 6.1%, resultando evidente el interés por los títulos valores de renta fija (emisión de obligaciones, emisión de papeles comerciales, titularizaciones).

**Figura 1.** Evolución de emisiones de Valores Autorizadas

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaboración:** Los autores

Las titularizaciones representaban una importante fuente de financiamiento para el emisor al momento de participar en el mercado de valores, observándose que en el 2008 las titularizaciones autorizadas llegaron a los US\$548 millones y manteniéndose sobre las emisiones de obligaciones (US\$269 millones) al menos hasta el año 2011. Este comportamiento cambió a partir del año 2012 en donde las titularizaciones llegaron a US\$374 millones mientras las emisiones fueron de US\$681 millones, situación que se debería a modificaciones en la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, lo que provocó ciertas limitaciones en los emisores al momento de emitir este instrumento, no obstante aún mantienen una importante participación.

**Figura 2.** Composición Emisiones de Valores Autorizadas 2012-2014

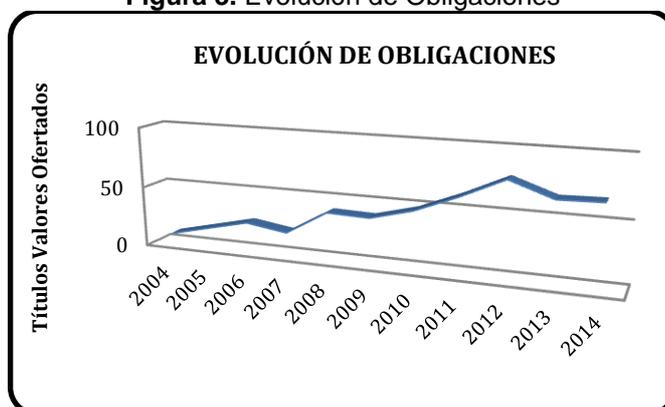
**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaboración:** Los autores

En el año 2014 el mercado de valores registró un monto de autorizaciones de oferta pública de US\$ 1.554 millones, de los valores emitidos el 41.28% correspondieron a obligaciones de largo plazo (US\$363 millones) y papel comercial (US\$ 278 millones). Los procesos de titularización representaron el 23.96% del total autorizado.

Cabe resaltar que con la última reforma a la Ley de Mercado de Valores, a partir de la Disposición Reformatoria Décima Séptima, núm. 2 del Código Orgánico Monetario y Financiero, se puede emitir una oferta pública de adquisición, por lo que en el 2014 se observa que el 33.10%, esto es US\$514 millones, de los valores autorizados correspondieron a OPA's, lo cual correspondió de forma específica a la venta de las acciones de la subsidiaria en Ecuador de la francesa Lafarge Cementos a la compañía peruana Unión Andina de Cementos-Unacem (conformada por Cementos Lima y Cemento Andino). (Diario El Comercio-Perú)

El crecimiento es notorio en número de títulos de deuda en donde las obligaciones negociadas pasaron de 9 procesos en el 2004 a 67 en el 2014, de igual forma el papel comercial (instrumentos de corto plazo) pasaron de 1 a 29 procesos en el mismo periodo, en el año 2012 se registró el mayor número procesos negociados entre ambos títulos valores llegando a 101. Por su parte las titularizaciones pasaron de 3 a 13, no obstante durante los años 2009, 2010 y 2012 se negociaron 29, 31 y 33 títulos valores.

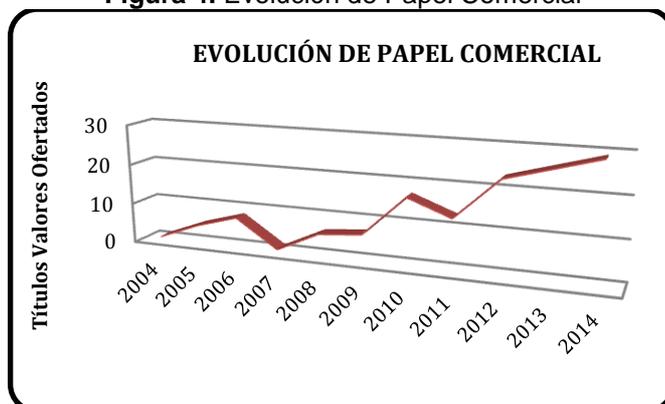
**Figura 3. Evolución de Obligaciones**



**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito.

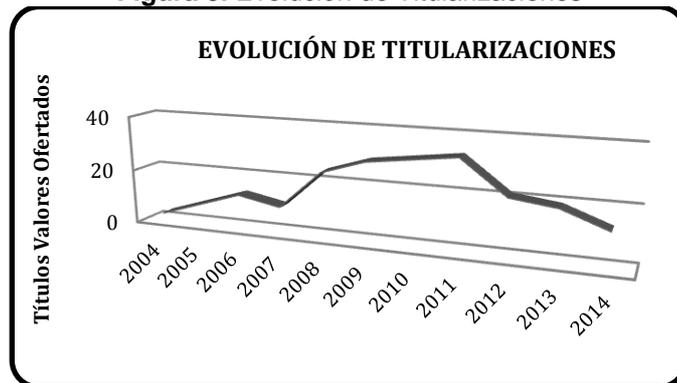
**Elaboración:** Los autores

**Figura 4. Evolución de Papel Comercial**



**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito.

**Elaboración:** Los autores

**Figura 5.** Evolución de Titularizaciones

**Fuente:** Bolsa de Valores de Quito.

**Elaboración:** Los autores

## 5. CALIFICADORAS DE RIESGO

### 5.1 Calificadoras de Riesgo a nivel internacional

Las agencias calificadoras de riesgo son sociedades anónimas especializadas en la evaluación del riesgo de crédito de valores emitidos por instituciones financieras, empresas y gobiernos, tienen por objetivo exclusivo calificar valores sobre los cuales emiten una opinión sobre su calidad crediticia.

A nivel internacional encontramos tres Agencias Calificadoras de Riesgo: (Standard & Poor's, Fitch y Moody's las cuales pautan el desarrollo de aquellas más pequeñas. A nivel de América Latina, estas calificadoras mantienen filiales en varios países, manteniéndose generalmente como las de mayor participación de mercado en cada uno de ellos.

Las escalas de las calificaciones varían para los diferentes tipos de instrumentos financieros y han sido creadas por las propias calificadoras de riesgo. Las calificaciones para los bonos son las que cuentan con la mayor difusión en el mercado. Sin embargo, instrumentos como el papel comercial, acciones preferentes, certificados de depósito, entre otros, también cuentan con sus propias escalas de calificación. Asimismo, en ciertos países las agencias establecen escalas nacionales de manera adicional a las escalas globales A continuación se resumen las escalas de calificación de Fitch, Moody's y S&P:

**Tabla 1. Niveles de Calificación Internacional**

<b>NIVELES DE CALIFICACIÓN INTERNACIONAL (EQUIVALENCIA DE CALIFICACIONES DE RIESGO)</b>				
GRADO	MOODY'S	FITCH IBCA y STANDARD & POOR'S	SIGNIFICADO	
INVERSIÓN	Aaa	AAA	Calidad Óptima	
	Aa1	AA+	Alta Calidad	
	Aa2	AA		
	Aa3	AA-	Buena Calidad	
	A1	A+		
	A2	A		
	A3	A-	Calidad Satisfactoria que disminuirá con un cambio de circunstancia	
	Baa1	BBB+		
	Baa2	BBB		
Baa3	BBB-	Moderada seguridad; mayor exposición frente a factores adversos		
ESPECULATIVO	Ba1		BB+	
	Ba2		BB	
	Ba3		BB-	
	B1		B+	Seguridad reducida, mayor vulnerabilidad
	B2		B	
	B3		B-	Vulnerabilidad identificada
	Caa		CCC	
	Ca		CC	
	C	C	Retrasos en pagos	
		Pocas posibilidades de pago		
	D	Emisión con incumplimiento declarado		

Fuente: [http://www.hispamer.es/presentacion/informacion\\_inversores.html](http://www.hispamer.es/presentacion/informacion_inversores.html)

Elaborado por: Los Autores

En términos generales, los bonos de largo plazo reciben calificaciones que van desde AAA (Standard & Poor's y Fitch) y Aaa (Moody's), hasta C (Moody's) y D (Standard & Poor's y Fitch). Las calificaciones AAA y Aaa indican que la capacidad de pago del emisor es extremadamente fuerte. Mientras que C y D son calificaciones asignadas a valores de muy alto riesgo, y para los cuales en muchos casos el valor de la emisión no supera al valor de recuperación en una situación de liquidación o suspensión de pagos.

Su existencia facilita la toma de decisiones por parte de los inversores, quienes deberían de incurrir en costos mayores a fin de analizar de forma individual sus inversiones, presentes o futuras, éstos inversores depositan su confianza en el criterio objetivo del calificador. No obstante su objetividad se puso en duda en la última década. A partir de la caída de la corporación energética

Enron, agencias auditoras y calificadoras fueron objeto de duda de sus procedimientos al no haber evidenciado el riesgo de la compañía. Pero su más reciente "culpa" fue en el 2008, cuando se debatió la importancia y responsabilidad de las Calificadoras de Riesgo dentro de la crisis hipotecaria, dado las altas evaluaciones que otorgaron a los préstamos hipotecarios de Estados Unidos, además de no alertar a tiempo o predecir la caída del mercado hipotecario y financiero.

Un punto importante dentro de esta industria financiera es el alto nivel de riesgo moral, el cual incluso es comparable con la industria de servicios de auditoría. De acuerdo a la teoría de agencia "el principal" encarga a otra persona denominada "el agente", la defensa de sus intereses. No obstante, considerando la asimetría de información, surgen problemas de selección adversa – dificultad del principal para descubrir la verdadera naturaleza del agente al seleccionarlo – y riesgo moral – la inobservabilidad del agente – los cuales pueden afectar la relación entre el calificador, el inversionista y el emisor.

## **5.2 Las Calificadoras de Riesgo en Ecuador**

### **5.2.1 Definición**

Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

La evaluación de riesgo crediticio se fundamenta en una opinión basada en un estudio que contemple no sólo la evaluación individual de la empresa emisora de títulos valores, sino también la industria en la que compite y su posición. En otras palabras se evaluará factores cualitativos y cuantitativos.

La opinión de la calificadora de riesgo debería ser independiente, objetiva y técnica.

La Ley de Mercado de Valores ecuatoriana y su Codificación de Resoluciones es clara en lo que respecta a los requisitos para las calificaciones de valores de deuda, acciones, cuotas de fondos de inversión y titularizaciones, las principales variables se muestran a continuación:

**Tabla 2.** Requerimientos de la Ley de Mercado de Valores

<b>Tipo</b>	<b>Calificación basada en:</b>
Valores de deuda	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solvencia y capacidad de pago, cumplimiento oportuno de capital e intereses.</li> <li>• Provisión de recursos para el pago de obligaciones emitidas.</li> <li>• Garantías.</li> <li>• Capacidad de generación de flujos.</li> <li>• Consideraciones de riesgos previsibles.</li> <li>• Características del Instrumento.</li> <li>• Comportamiento de los órganos administrativos del emisor</li> </ul>
Acciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de generar utilidades dentro de las proyecciones.</li> <li>• Características de las acciones.</li> <li>• Comportamiento de los órganos administrativos del emisor</li> </ul>
Titularización	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de los activos integrados al patrimonio autónomo.</li> <li>• Legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.</li> <li>• Estructura administrativa de la administradora, capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.</li> </ul>

Cuotas de fondos de inversión	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Calidad de los activos aportados al fondo.</li> <li>• El plan de negocios del fondo o el proyecto específico, según corresponda al objeto del fondo.</li> </ul>
-------------------------------	--

**Fuente:** Ley de Mercado de valores

**Elaborado por:** Los Autores

La calificadora deberá tomar en cuenta el análisis de los riesgos operacionales, tecnológicos, reputacionales y legales de la empresa emisora de valores.

Actualmente 8 son las calificadoras que se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores, 3 de ellas con fecha de inscripción en la década del 90, por lo que podríamos decir que fueron las pioneras en éste tipo de compañías.

**Tabla 3.** Calificadoras inscritas en el Registro de Mercado de Valores

Número Inscripción R.M.V.	Fecha Inscripción R.M.V.	Nombre de la Calificadora de Riesgo
2015.Q.09.001482	2015.02.20	ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.
2012.2.09.00009	2012.01.24	CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.
2010.1.09.00008	2010.07.27	CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.
2009.1.09.00007	2009.10.19	MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESG
2001.1.09.00006	2001.07.10	CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.
95.1.7.03	1995.05.04	ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGOS
94.2.7.02	1994.10.07	SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.
94.1.7.01	1994.10.03	CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaborado por:** Los Autores

A continuación resumimos una descripción de cada una de ellas:

✓ ***Icre Del Ecuador Calificadora De Riesgos S.A.***

Empresa relativamente nueva, que aún no existe información de dominio público, ni calificaciones realizadas.

**Tabla 4.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.
<b>R.U.C.:</b>	1792500370001
<b>Fecha de constitución:</b>	13/03/2014
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	SCV.IRQ.DRMV.2015.0196
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	28/01/2015
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2015.Q.09.001482
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	20/02/2015
<b>Capital suscrito:</b>	65,000.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	AV. AMAZONAS 4080 Y U.N.P. (ANTES FRAY JOAQUIN AUZ)
<b>Teléfono:</b>	22261250

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Calificadora De Riesgos Summaratings S.A.**

Cuenta con el respaldo de Care Rating, calificadora de riesgo con prestigio internacional. Dentro de sus servicios están la calificación de riesgos para Emisión de Obligaciones, Emisión de Obligaciones Convertibles en Acciones (OCAS), Emisión de Papeles Comerciales y procesos de Titularizaciones.

**Tabla 5.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A.
<b>R.U.C.:</b>	0992615966001
<b>Fecha de constitución:</b>	02/04/2009
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-11-7261
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	21/12/2011
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2012.2.09.00009
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	24/01/2012
<b>Capital suscrito:</b>	40,000.00
<b>Provincia:</b>	GUAYAS
<b>Ciudad:</b>	GUAYAQUIL
<b>Dirección:</b>	AV. JAIME ROLDOS S/N Y MZ. 274
<b>Teléfono:</b>	42136117

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Class International Rating Calificadora De Riesgos S.A.**

Empresa nacional especializada en Ratings, evaluaciones y valoraciones de carteras y activos. Califica a instituciones financieras y a empresas.

**Tabla 6.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.
<b>R.U.C.:</b>	1792232767001
<b>Fecha de constitución:</b>	22/01/2010
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.10.3006
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	22/07/2010
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2010.1.09.00008
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	27/07/2010
<b>Capital suscrito:</b>	56,000.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	CESAR BORJA OE4-45 Y CALLE ALBERTO EINSTEIN
<b>Teléfono:</b>	23444451

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Microfinanza Calificadora De Riesgos S.A. Microriesg**

Agencia de rating de clase mundial, evalúa la calidad crediticia y solvencia de instituciones financieras o empresas. También emite certificaciones, country screening y asesoramiento para inversionistas.

**Tabla 7.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	MICROFINANZA CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. MICRORIESG
<b>R.U.C.:</b>	1792147921001
<b>Fecha de constitución:</b>	16/07/2008
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.09.3845
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	15/09/2009
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2009.1.09.00007
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	19/10/2009
<b>Capital suscrito:</b>	93,000.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	LA NIÑA E8-52 Y YÁÑEZ PINZÓN
<b>Teléfono:</b>	26002974

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Calificadora De Riesgos Pacific Credit Rating S.A.**

Empresa especializada en Ratings Financieros con cobertura internacional en continuo proceso de expansión.

**Tabla 8.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	CALIFICADORA DE RIESGOS PACIFIC CREDIT RATING S.A.
<b>R.U.C.:</b>	1791753593001
<b>Fecha de constitución:</b>	19/10/2000
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	Q.IMV.01.3474
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	10/07/2001
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	2001.1.09.00006
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	10/07/2001
<b>Capital suscrito:</b>	110,565.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	CATALINA ALDAZ N34-131 Y PORTUGAL
<b>Teléfono:</b>	23331573

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Compañía Calificadora De Riesgos Calific S.A.**

No se encontró información de acceso público, en la página de la Superintendencia de compañías, valores y seguros, se detalla que ésta empresa actualmente se encuentra cancelada.

**Tabla 9.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	COMPAÑIA CALIFICADORA DE RIESGOS CALIFIC S.A.
<b>R.U.C.:</b>	1791253043001
<b>Fecha de constitución:</b>	02/07/1993
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	365
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	02/02/1996
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	96.1.7.05
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	07/02/1996
<b>Capital suscrito:</b>	18,838.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	EL COMERCIO 402 Y LOS SHYRIS 402 Y
<b>Teléfono:</b>	467766

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores  
**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Ecuability S.A. Calificadora De Riesgos**

Compañía ecuatoriana que opera en el país desde 1994. Su objeto social es la calificación de riesgo y de la solvencia de los emisores o de los valores que se negocien en el mercado de valores y en el sistema financiero. En el año 2008, fue descalificada por la Superintendencia de Bancos por omitir información de una institución financiera errando así en su calificación.

**Tabla 10.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGOS
<b>R.U.C.:</b>	1791282094001
<b>Fecha de constitución:</b>	24/11/1994
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	406
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	17/02/1995
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	95.1.7.03
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	04/05/1995
<b>Capital suscrito:</b>	40,000.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	SAN JOSE E15-12 Y DE LOS GUAYACANES
<b>Teléfono:</b>	23264926

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaborado por:** Los Autores

✓ ***Sociedad Calificadora De Riesgo Latinoamericana Scrl S.A.***

Presente en el mercado financiero ecuatoriano desde 1994, ofreciendo los servicios de calificación de Instituciones Financieras, de Títulos Valores y Acciones, Carteras de Crédito, análisis de proyectos y valoraciones de empresas, bajo la Calificadora de Riesgo Humphreys S.A. Posteriormente cambió a su razón social actual.

**Tabla 11.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

<b>Calificadoras de Riesgo</b>	SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A.
<b>R.U.C.:</b>	991278648001
<b>Fecha de constitución:</b>	30/12/1993
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	94-2-5-1-4750
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	26/09/1994
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	94.2.7.02
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	07/10/1994
<b>Capital suscrito:</b>	40,000.00
<b>Provincia:</b>	GUAYAS
<b>Ciudad:</b>	GUAYAQUIL
<b>Dirección:</b>	AV. JUAN TANCA MARENGO 311 Y JUAN ORRANTA
<b>Teléfono:</b>	42158322

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaborado por:** Los Autores

✓ **Calificadora De Riesgos Bankwatch Ratings Del Ecuador S.A.**

Primera calificadora de riesgos autorizada del Ecuador que asigna calificaciones públicas y privadas a empresas, instituciones financieras, seguros y brinda información referente a finanzas públicas.

**Tabla 12.** Información societaria de esta Calificadora de Riesgos

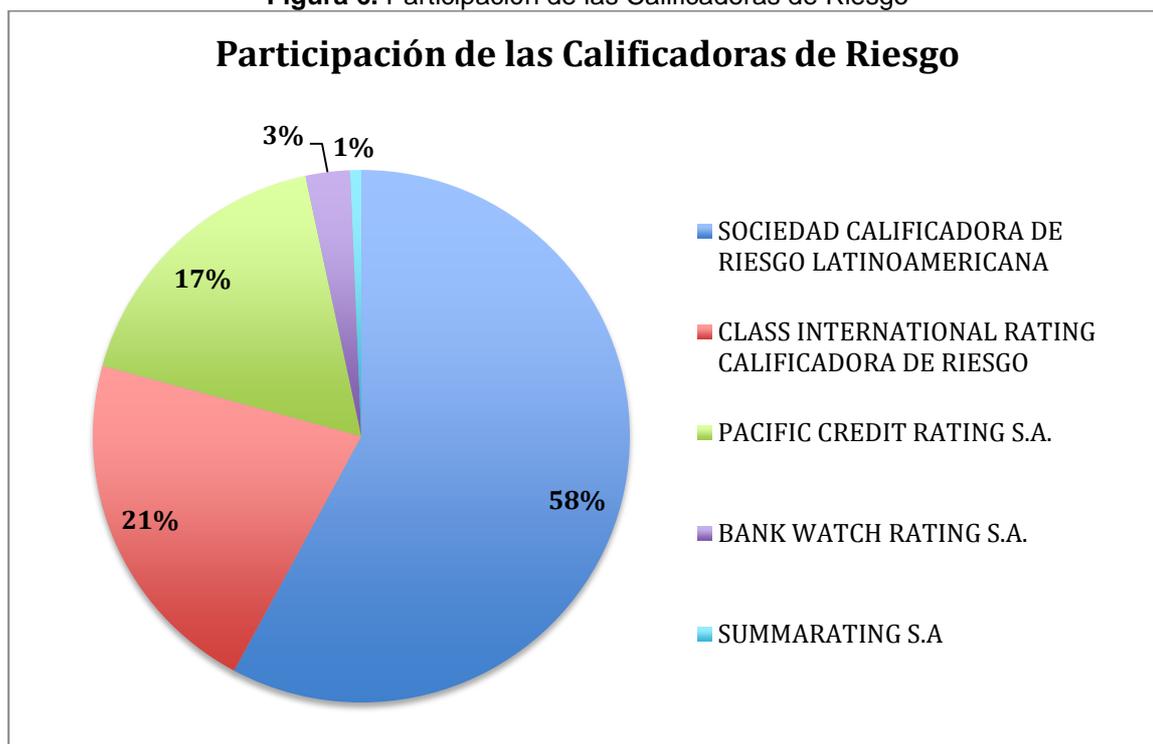
<b>Calificadoras de Riesgo</b>	CALIFICADORA DE RIESGOS BANKWATCH RATINGS DEL ECUADOR S.A.
<b>R.U.C.:</b>	1791252799001
<b>Fecha de constitución:</b>	05/07/1993
<b>No. Resolución aprobatoria:</b>	2419
<b>Fecha Resolución aprobatoria:</b>	23/09/1994
<b>No. Inscripción en R.M.V.:</b>	94.1.7.01
<b>Fecha Inscripción en R.M.V.:</b>	03/10/1994
<b>Capital suscrito:</b>	126,510.00
<b>Provincia:</b>	PICHINCHA
<b>Ciudad:</b>	QUITO
<b>Dirección:</b>	PASAJE JOSÉ PUERTA 39-201 Y AV. ELOY ALFARO
<b>Teléfono:</b>	2922426

**Fuente:** Superintendencia de Compañías y Valores

**Elaborado por:** Los Autores

La compañía que actualmente lidera el mercado con el mayor número de procesos de emisiones calificados es Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana con el 58% del mercado, seguido de Class International Rating (21%) y Pacific Credit Rating S.A. (17%), composición que puede variar si incluyéramos la calificación de entidades financieras las cuales no forman parte del presente estudio.

**Figura 6.** Participación de las Calificadoras de Riesgo



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil  
Elaborado por: Los Autores

### 5.2.2 Importancia

La calificación de riesgo incorpora el análisis cuantitativo y cualitativo de la información disponible, principalmente la proporcionada por el emisor o la institución calificada. Si bien la opinión en gran parte se fundamenta en los estados financieros históricos y proyectados, esta también incluye el análisis de factores tales como la gestión operativa, la calidad e independencia de la administración, estrategias y controles, el posicionamiento en el mercado, la calidad y origen de la garantía, la prelación de pago, el entorno macroeconómico, la calidad e integración de la información entre otros factores

Las agencias calificadoras de riesgo solo emiten “opiniones” sobre el riesgo de un título valor, con lo cual les permite evitar cualquier tipo de responsabilidad civil. No obstante gracias a la última reforma en la Ley de Mercado de Valores, su

responsabilidad de las opiniones y categorías de calificación que tenga en su haber, resulta mayor.

### **5.2.3 Función de una Agencia Calificadora**

La función de las clasificaciones de riesgo es la de determinar la viabilidad, oportunidad y sobre todo la seguridad de emprender algún tipo de negocio o contrato; en el caso de las calificaciones sobre un país, tiene que ver con su capacidad para cumplir con sus deudas y obligaciones financieras.

Las calificadoras de riesgo tendrán las siguientes facultades:

- Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores que estén autorizadas a efectuar de acuerdo a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores
- Realizar la evaluación de riesgos específicos de administradoras de fondos y fideicomisos, fiduciarios públicos, casas de valores, bolsas de valores, tales como riesgos operativos o tecnológicos, de gestión, estructura organizacional, gestión de riesgos en la administración, condición financiera y viabilidad del negocio, entre otros.

## **6. METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO ECUATORIANAS**

### **6.1 Comparación de metodologías de Calificación en Ecuador**

Las variables utilizadas por las Calificadoras de Riesgo son del tipo cuantitativo y cualitativo, características que representan un riesgo para el emisor y por lo tanto afectan su capacidad de pago.

Las calificaciones son prospectivas, pues a partir del comportamiento financiero y operacional de una compañía dentro de su sector económico, se proyecta un comportamiento financiero futuro, calculado a partir de variables y supuestos los cuales se asume pueden afectar el comportamiento de la empresa. A fin de cuentas sobre lo que se pretende pronunciar, es sobre la capacidad de pago que tenga una empresa en cumplimiento de sus obligaciones. Las proyecciones se realizan como mínimo hasta la fecha de vencimiento del título valor, sin embargo, de acuerdo a lo que indica el Art. 14, Capítulo IV, del Subtítulo I del Título III de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, la vigencia de la calificación es de seis meses. De esta forma una calificación podría verse afectada ante eventos inesperados.

La información analizada y sobre la cual se determina la opinión de la agencia calificadora es la determinada por la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, incorporando información de otras fuentes, generalmente variables macroeconómicas de carácter pública y confiable. La agencia calificadora evalúa a una empresa a partir de la información que ésta le proporciona, no siendo la función de un auditor, la calificadora limita su responsabilidad a la opinión de los

auditores respecto a los estados financieros, a los abogados para opiniones legales, y a las fuentes confiables de donde obtuvo información.

Mucho se ha tendido a confundir el trabajo de una Agencia Calificadora con la de una Agencia Auditora, ambas emiten una opinión, la primera sobre la capacidad de pago de un emisor, y la segunda por la razonabilidad de los estados financieros de una compañía. En todo caso, ambas se encuentran sujetas a regulaciones, justamente para que su opinión se ajuste a la realidad de la compañía.

A continuación expondremos cuales son las variables que consideran algunas de las Calificadoras de Riesgo en el Ecuador.

✓ ***Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.***

De acuerdo al manual de ésta calificadora, su calificación no se basa en fórmulas o ecuaciones preestablecidas, es un “asunto de juicio” basado en análisis cualitativos y cuantitativos, los cuales cambian con el tiempo de acuerdo con el ambiente económico de cada industria, y dentro de cada uno de estos, se ajusta para cada empresa.

Dentro del manual de ésta empresa se encontró la ponderación que se da a cada variable: Característica de la Industria, Posición de la Empresa en la Industria, Situación financiera, Probabilidad de no pago, Resguardos y garantías, Gobierno Corporativo, Responsabilidad Social, y Racionalidad del Producto o Servicio. Para el presente estudio se agruparon las tres últimas variables como cualitativas, las cuales representarían el 20% para la ponderación.

**Tabla 13.** Variables Pacific Credit Rating S.A.

<b>Situación Financiero 30%</b>	<b>Análisis cualitativo 20%</b>
<u>Análisis de los estados financieros</u> Análisis de flujos de caja sobre bases históricas  Los flujos se estresan en distintos escenarios	<u>Calidad de la administración y su comportamiento</u> Calificación del personal Planes y estrategias Sistemas de administración y planificación Conformación accionaria y presencia bursátil
<b>Industria y Posición 25%</b>	Oportunidades de mercado
	Investigación y desarrollo de nuevos productos
<b>Probabilidad de no pago 15%</b>	Ciclos de vida de productos
	Políticas de control, la auditoría y los aspectos fiscales.
<b>Resguardos y garantías 10%</b>	<u>Gobierno Corporativo</u>
	Reglamentos internos
	Políticas de información y las relaciones entre los órganos de gobierno (Comités de Auditoría, Prácticas Societarias y de Finanzas)
	Calidad y oportunidad de la información revelada

Fuente: Pacific Credit Rating S.A.

Elaboración: Los autores

✓ **Calificadora de riesgos Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.**

De ésta compañía no se encontró el manual en su página web, no obstante sobre el resumen encontrado, se pudo mencionar que su metodología analítica incluye tanto factores cualitativos como cuantitativos, elementos que componen los riesgos financieros y de negocios de los emisores de renta fija.

**Tabla 14.** Variables Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.

- Riesgo de la Industria
- Entorno Operacional
- Perfil de la Compañía
- Estrategia de Administración / Gobierno Corporativo
- Estructura del Grupo
- Perfil Financiero
- Flujo de Caja y Utilidades
- Estructura de Capital
- Flexibilidad Financiera

Fuente: Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.

Elaboración: Los autores

✓ **Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S.A.**

Dentro de su manual de calificación la compañía expresa que el método general de calificación se sustenta en el análisis de la capacidad de pago de la empresa, más las garantías y resguardos del instrumento.

**Tabla 15.** Variables Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S.A.

<b>Análisis Capacidad de Pago</b>	<b>Análisis cualitativo</b>
Análisis de flujos de fondos generados por la operación, históricos y proyectados.	Características estratégicas, Concentración en la propiedad del emisor Características e intereses de sus propietarios Riesgo operacional Nivel de tecnología y otras variables relativas a su administración y propiedad. Grado de control e influencia de propietarios sobre la administración.
<b>Evaluación de los Riesgos de la Industria.</b>	
Industria	
Posición de la empresa en su industria	
<b>Indicadores financieros</b>	
<b>Resguardos y garantías</b>	

**Fuente:** Sociedad Calificadora de Riesgos S.A.

**Elaboración:** Los autores

✓ **Class International Rating**

De lo expuesto en su manual de calificación, para evaluar un título valor de largo plazo es necesario evaluar factores tanto de tipo cuantitativo como cualitativo, además de potenciales cambios en éstos a partir de factores endógenos o exógenos a la empresa.

**Tabla 16.** Variables Class International Rating

<b>Análisis Capacidad de Pago</b>	<b>Análisis cualitativo</b>
Fortaleza Financiera del Emisor	Factores endógenos Mix del negocio Plan estratégico
<b>Evaluación de los Riesgos de la Industria.</b>	Elementos propios de cada empresa.
Entorno y estabilidad económica y política Aspectos claves del sector e industria	Administración, propiedad y gobierno del emisor,

Fuente: Class Internacional Rating S.A.

Elaboración: Los autores

✓ **Summa Ratings S.A.**

La empresa evalúa Riesgo de Entorno Económico, Riesgo Sectorial, Riesgo de la Posición del Emisor y Garante, Riesgo Estructura Financiera, Riesgo de la Estructura Administrativa y Gerencial y Riesgo del Valor del Mercado, para lo cual define factores y subsectores. Incluye además un componente cualitativo, el cual puede subir, mantener o bajar la calificación asignada.

**Tabla 17.** Variables Summa Ratings S.A.

<b>Riesgo sectorial 5% y Entorno económico 4%</b>	<b>Riesgo de la posición del emisor y garante 8%</b>
Poderes que el gobierno tiene bajo control Infraestructura física y humana Mercado Financiero Riesgo de tipo cambiarios Factores Macroeconómicos	Posición Competitiva y Análisis de Competidores Posición de Mercado Crecimiento en Ventas y Precios están interrelacionados Consistencia del Negocio y Estabilidad
<b>Riesgo liquidez, solvencia y garantías 25%</b>	
Liquidez y Flexibilidad Financiera	
	<b>Riesgo de estructura financiera 50%</b>
<b>Riesgo de estructura administrativa y gerencial 8%</b>	Balance General Rentabilidad Adecuación del Flujo de Caja
Evaluación de la Administración Gobierno de la Corporación	

Fuente: Summa Ratings S.A.

Elaboración: Los autores

## **6.2 Variables relevantes**

De la sección anterior podemos agrupar a los siguientes elementos como aquellos usualmente evaluados por las calificadoras: Riesgo de la Industria, Administración y Propiedad, Situación Financiera y Garantía, componentes que a su vez incluyen un listado de categorías o variables sobre las cuales se considera una importancia relativa dentro de un modelo de ponderación. Esta ponderación es fundamentada en la experiencia de cada calificadora y de su metodología de calificación, documento aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Lo que incluye cada uno de éstos elementos se expone a continuación:

### **6.2.1 Riesgo de la Industria**

En esta sección se debe incluir el comportamiento de la empresa dentro de su industria así como también el desarrollo de la industria por sí sola. Se evalúan todos aquellos factores que afecten al sector económico a fin de conocer su desempeño, importancia y riesgo. Este análisis tiene como objetivo conocer el comportamiento de una empresa en su sector o industria, y los efectos de las variaciones de diferentes variables macroeconómicas o microeconómicas en su flujo. A pesar de ser una de los principales elementos de riesgos que se evalúan, suele tener una prioridad secundaria dentro del análisis de riesgo.

### **6.2.2 Situación Financiera**

El objetivo de efectuar este análisis es evaluar los principales indicadores financieros que presenta el emisor en los últimos años. Entre los indicadores que suele evaluarse se encuentran: rentabilidad, flujo de dinero, liquidez, endeudamiento, cobertura de compromisos de corto y largo plazo. La evaluación incluye no sólo un análisis histórico a partir de cifras auditadas, sino también escenarios proyectados en donde se incluya el pago de los títulos valores a emitir, escenarios que son estresados con la finalidad de presumir el comportamiento del flujo de la compañía en eventos críticos. Éste componente es el de mayor importancia al momento de evaluar a una compañía, pues denota la capacidad propia de cumplir o no con el pago de las obligaciones; independiente del sector en el que se desempeña la compañía, demuestra contar con una adecuada administración financiera, la cual es reflejada en sus niveles de activos, deuda, resultados patrimoniales, y los resultados alcanzados.

### **6.2.3 Administración y Propiedad**

Este punto puede relacionarse con la estrategia operativa y de administración de la compañía. Involucra ir más allá del desempeño financiero observado, debiendo incluirse el manejo de los directores, accionistas y administradores, existencia de políticas y procedimientos sanos, comportamiento con relacionadas, entre otras variables que influyan en el comportamiento de la empresa. Éste elemento adquiere una menor importancia dentro del análisis integral.

#### **6.2.4 Garantías**

Por marco legal la emisión de obligaciones debe respaldarse por una garantía general y resguardos conformes a la normativa. Sin embargo, algunas emisiones pueden estructurarse con garantías específicas que incrementen la percepción del inversionista de encontrarse cubierto ante un evento no esperado que afecte la capacidad de pago. El disponer de una garantía específica puede derivar en una mejora o mantención de la calificación asignada.

El grado de importancia de cada uno de los elementos analizados, dependerá de la experiencia de cada una de las calificadoras al momento de ponderarlos. El calificador debe contar con elementos de juicio suficientes que soporten la importancia de cada una de las variables revisadas, las cuales permitieron otorgar una categoría de riesgo.

## **7. CASO PARTICULAR: COMPAÑÍA SOLAREX S.A.**

### **7.1 Antecedentes**

#### **7.1.1 Presentación de la Compañía**

La Compañía SOLAREX S.A., conocida por la marca de Helados “Gino’s” se constituyó en el 2003, teniendo como actividad principal la elaboración y distribución de helados, principalmente en las provincias de la Costa y algunas provincias de la Sierra.

La marca Ginos’ s nace como fruto de la creatividad y experiencia de Edmundo Kronfle Abud y Gino Kronfle Di Puglia, ex propietarios de las marcas Pingüino y Oso Polar, respectivamente, pioneros en la industrialización del helado en el Ecuador.

La compañía operaba en una planta industrial en un terreno de alrededor de 1.900 m<sup>2</sup> y una edificación ubicada en el sector de Mapasingue Oeste, activos a favor de una compañía relacionada a Solarex S.A. La capacidad de la planta industrial era de 500.000 lts. al mes; no obstante, se producían 2.800 lts. de helados al mes. Dentro de las instalaciones se encuentran las oficinas administrativas, el área de producción, cámaras frigoríficas, bodegas, cuarto de transformadores, patio donde se reciben la materia prima y se despacha el producto terminado.

**Figura 7. Logo Gino's.**



El sector manufacturero alimenticio, en el segmento “Helados”, inició los años 50, con la marca Pingüino, marca de helados tradicional de los ecuatorianos, que posteriormente fue vendida a Unilever en los años 90.

#### **7.1.2 Resumen de su participación en Mercado de Valores**

El 31 de Octubre de 2011, Solarex S.A. obtuvo una calificación inicial de “A+” para su Primera Emisión de Obligaciones por un monto de US\$1,300,000 (Informe de Calificación Octubre 2011, Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana SCRL S.A.). La calificación se asignó considerando la capacidad de pago y garantía específica presentada. La garantía específica consistía en una Prenda Comercial Ordinaria sobre la Marca “Gino's + Gráfico” de propiedad de la compañía Solarex S.A. a favor del Representante de los Obligacionistas, para que respalde la emisión de obligaciones. Éste proceso fue aprobado el 15 de Febrero de 2012 con número de resolución SC-IMV-DJMV-DAYRG-G-12-0000793.

La primera actualización a dicha calificación se realizó el 28 de Enero de 2013, obteniendo la categoría de “A+” en “Credit Watch”. (Informe de Calificación Enero de 2013, Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana SCRL S.A.), esto en cuanto no se disponían de estados financieros auditados por una

empresa auditora inscrita en mercado de valores. Un elemento importante a mencionar es la validez de las calificaciones asignadas, de acuerdo al Art. 14, Capítulo IV, del Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores es de seis meses, por lo que la emisión de obligaciones de la empresa no disponía de calificación vigente desde Mayo de 2013.

El 30 de Septiembre de 2013, se realizó la siguiente actualización a la calificación de la compañía, observándose ya la caída en la categoría inicialmente asignada, al obtener la categoría de riesgo de “C” en Credit Watch (Informe de Calificación Septiembre de 2013, Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana SCRL S.A.). Para esa fecha Solarex S.A., había incumplido con entrega de los documentos solicitados por la empresa calificadora de riesgos, además de no haber cumplido con el pago del sexto dividendo de intereses y tercero de capital de los títulos valores que se encontraban en circulación a esa fecha.

El 26 de Diciembre de 2013 (Informe de Calificación Diciembre de 2013, Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana SCRL S.A.) se ratifica la categoría de riesgo de “C” en “Credit Watch”.

La Superintendencia de Compañías y Valores, mediante Resolución No. SC.INMV.DNC.DNFCDN.14.0001806, el 25 de Marzo de 2014, resolvió suspender por veinte días la inscripción el Catastro Público del Mercado de Valores de Solarex S.A.

El 27 de Marzo de 2014, la empresa calificadora asigna a Solarex S.A. la categoría de riesgo de “E”, para esa fecha Solarex S.A. había incumplido nuevamente con el pago del dividendo de capital e intereses y ya su inscripción en Mercado de Valores se encontraba suspendida.

El 23 de Mayo de 2014, a Superintendencia de Compañías y Valores, mediante Resolución No. SC.INMV.DNC.DNFCDN.14.000344, extiende la suspensión por ciento cuarenta y tres días.

La Superintendencia de Compañías y Valores, mediante Resolución No. SCV.INMV.DNAR.14.0028757, el 16 de septiembre de 2014, resolvió aprobar la modificación al contrato de emisión de obligaciones, y al adendum al prospecto de oferta pública, con lo que Solarex S.A. tiene la facultad de realizar rescates anticipados de las obligaciones en circulación, lo cual favorecía a los inversionistas.

Finalmente, la Superintendencia de Compañías y Valores, mediante Resolución No. SCV.INMV.DNC.DNFCDN.14.0030726, el 30 de diciembre del 2014, resolvió disponer la cancelación de la inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores de Solarex S.A. y de los valores emitidos. Como causales se citan las enunciadas en los literales c) y d) del artículo 23 del libro II “Ley de Mercado de Valores” del Código Orgánico Monetario y Financiero

*“(...)b) Existen causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, que le imposibilitare definitivamente la función que le corresponde cumplir;*

*c) Con ocasión de su oferta en el mercado y durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores o difundiere al público en general, información o antecedentes incompletos o confusos;(...)”*

El deterioro de las cifras resultó importante, lo que llevó a la compañía Solarex S.A. a realizar una negociación con la empresa Districcyr S.A., sobre la cual no se tiene información financiera que evidencie la negociación de los activos y pasivos, de hecho, todos los activos vinculados al giro del negocio de la compañía, esto es la fabricación y comercialización de helados, fueron vendidos por DISTRICCYR S.A. a ESTRID S.A. ESTRIDSA.

A esa fecha, la Superintendencia de Compañías y Valores no disponía de información financiera actualizada, por lo que tampoco podía verificar el mantenimiento de la garantía general de las obligaciones. La empresa mantenía además obligaciones de información pendiente tanto por el lado Societario como por el del Mercado de Valores.

Como última actualización al presente trabajo es importante indicar que de acuerdo al reporte de actos jurídico, a partir del 29 de Julio de 2015, la empresa estaría inactiva. (Superintendencia de Compañías).

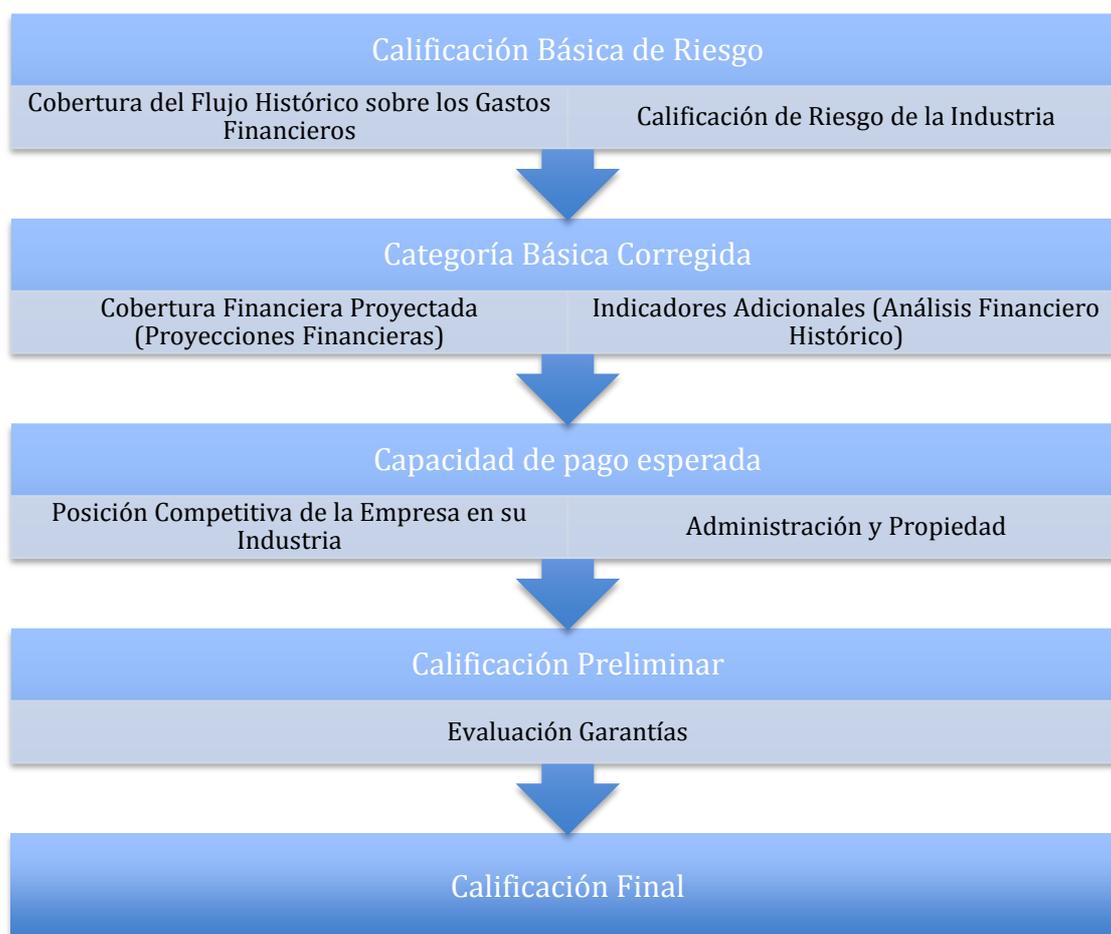
## **7.2 Revisión de la calificación otorgada**

Del informe de calificación inicial se observa que la calificadora habría valorado las siguientes variables: situación financiera de la compañía, por ejemplo la capacidad de pago de la compañía; comportamiento de la industria o sector en la que se desempeñaba, en éste caso Industria Manufacturera – Helados; desempeño de la compañía dentro de su industria; además de la evaluación de administración y propiedad. Sobre cada etapa revisada se asigna una “Categoría de Riesgo” la cual puede ser modificada a partir de los resultados de las variables anteriormente asignadas, obteniéndose una Categoría Básica, para luego pasar a

una Categoría Básica Corregida, una Capacidad de Pago esperada, una Calificación preliminar y finalmente una Calificación final.

El resumen de los pasos seguidos de acuerdo al informe de calificación presentado para Solarex S.A., sería el siguiente:

**Tabla 18.** Resumen de Calificación SOLAREX



**Fuente:** Informe de Calificación Solarex S.A., Sociedad Calificadora de Riesgo SCRL S.A.

**Elaborado por:** Los autores

Para el análisis de presente documento hemos segmentado las variables en dos: variables financieras y variables cualitativas.

### 7.2.1 De las variables financiera

El análisis financiero se realizó a partir de los Estados Financieros auditados desde el 2008 al 2010, y los Estados Financieros internos a Agosto del 2011, información financiera que fue evaluada por los autores a fin de tener un criterio financiero a partir de la observación. Dentro del informe se realizó una Cobertura del Flujo Histórico sobre los Gastos Financieros, una evaluación de Indicadores Adicionales (Análisis Financiero Histórico) y una Cobertura Financiera Proyectada (Proyecciones Financieras).

Solarex S.A. obtuvo ingresos por US\$3.80 millones al cierre del 2010 (comercialización de 1.95 millones de litros de helado), observándose ligeros incrementos en cada año. El costo de ventas promediaba 62.99% permitiendo un margen bruto de 37.01%, posterior al registro de los gastos de administración y ventas en el orden de 9.57% y 17.67% respectivamente, se obtuvo una utilidad operacional de 9.77% respecto a ingresos. Al analizar el comportamiento de sus gastos operativos, éstos reflejan una menor absorción sobre ventas, tendiendo a relacionarlo con una mejor administración operativa. (Besley)

A diciembre del 2010, los activos totales ascendieron a US\$5.12 millones (2009: US\$5.30 millones), se conforman en un 39.89% de activos fijos, 35.51% de activos corrientes. Los pasivos totales sumaron US\$4.11 millones (2009: US\$4.83 millones), y su patrimonio fue de US\$1.6 millones (2009: US\$471 mil), evidenciando un incremento producto del aporte para futura capitalización (US\$354 mil). Justamente el fortalecimiento patrimonial mejoraría la relación pasivo/patrimonio entre los periodos 2009 (10.26 veces) y 2010 (4.09 veces). En la siguiente tabla se puede observar las principales cifras de la Empresa.

**Tabla 19. Resumen Financiero Compañía Solarex S.A.**

RESUMEN FINANCIERO	Información presentada en la Calificación Inicial				Información presentada en el último informe disponible		
	Aud - NEC 2008	Aud - NEC 2009	Aud - NEC 2010	Internos NIIF ago-11	Aud - NIIF 2011	Aud - NIIF 2012	Internos NIIF oct-13
Ingresos Netos	3.576.802	3.783.712	3.802.712	2.620.652	4.068.704	3.480.676	2.224.977
Resultado Operacional	252.915	215.834	359.773	264.340	466.749	22.567	200.539
Gastos Financieros	131.301	74.681	76.753	57.690	-70.501	-214.999	-72.724
Utilidad Neta	79.484	92.453	180.425	206.650	255.976	-192.432	127.815
Total Activos	5.161.122	5.308.525	5.118.760	4.655.882	6.267.411	6.727.772	5.190.471
Disponibles	59.231	3.337	74.393	99.363	677.508	1.251.829	815.317
Deudores	210.418	458.811	470.486	416.341	465.574	458.304	392.014
Existencias	320.793	331.610	360.216	442.568	1.018.236	414.965	388.459
Activo Fijo	2.532.416	2.364.854	2.042.015	1.857.365	1.325.868	1.815.754	1.465.181
Total Pasivos	4.781.932	4.836.882	4.112.435	3.442.906	3.640.516	4.293.309	2.628.193
Deuda Financiera	1.605.405	1.393.176	1.155.848	945.123	708.758	1.262.182	1.676.690
Patrimonio	379.191	471.643	1.006.325	1.212.976	2.626.895	2.434.463	2.562.278
Resultado Operacional/Ventas	7,07%	5,70%	9,46%	10,09%	11,47%	0,65%	9,01%
Utilidad Neta/Ventas	2,22%	2,44%	4,74%	7,89%	6,29%	-5,53%	5,74%
Ventas/Activos	0,69	0,71	0,74	0,56	0,65	0,52	0,43
Flujo Depurado/Activos Promedios	8,76%	7,95%	12,02%	7,90%	9,22%	2,92%	7,51%
Liquidez Corriente	0,84	0,97	1,02	1,02	1,03	0,85	0,97
Deuda/Patrimonio	12,61	10,26	4,09	2,84	1,39	1,76	1,03
Deuda Financiera/Patrimonio	4,23	2,95	1,15	0,78	0,27	0,52	0,65
% Deuda corto plazo	45,64%	37,42%	43,54%	44,61%	77,08%	78,03%	65,05%
Deuda Financiera/Flujo Depurado	2,66	2,76	1,47	1,92	0,96	4,85	3,30
Índice de Cobertura Histórica (Cobertura / Flujo)	4,60	6,77	10,25	8,55	10,47	1,21	6,99

**Fuente:** Sociedad Calificadora de Riesgo SCRL S.A.

**Elaboración:** Los autores

La calificadora de riesgos señala a los factores relacionados con el desempeño financiero de la compañía como “Positivos”, esto significa que no afectan negativamente al desenvolvimiento de la empresa.

Respecto al Cálculo de la Cobertura de Gastos Financieros Histórica y Cobertura Financiera Proyectada, se habría calculado el flujo disponible de la compañía para la cobertura de Gastos Financieros históricos y proyectados.

### 7.2.2 De las variables cualitativas

Como variables cualitativas se tendían las siguientes categorías: Calificación de Riesgo de la Industria; Posición Competitiva de la Empresa en su Industria y Administración y Propiedad, segmentos que a su vez agrupan subcategorías.

En lo que se refiere al análisis de la industria, se presentó información del Banco Central del Ecuador (BCE) para el 2010, de forma macroeconómica para el sector manufactura, el cual ascendió a US\$3,511 millones y representó el 9.33% del PIB, en ese año; a un nivel más explícito se presentó información de la industria de helados.

La comercialización de helados se encontraba liderada hasta la fecha de la calificación inicial de la compañía, con la marca Pingüino de la multinacional Unilever, con aproximadamente un 70% de participación en el mercado a nivel nacional. El 30% restante se lo adjudican Heladosa (Topsy) - Alicorp S.A. (Eskimo), Fabrilácteos (Jotaerre), Solarex S.A. (Gino's), Zanzi S.A. (Zan-zibar), Helados Cofrunat (Coqueiros), y demás empresas con una participación más bien artesanal. Posterior a la desaparición de la compañía Solarex S.A., Unilever seguiría liderando el sector con la marca Pingüino (69.3%), seguido de la marca Topsy (27.6%), quienes habrían ganado parte de la demanda insatisfecha que dejara Solarex S.A., destacándose que el consumo per cápita anual es de aproximadamente 1.9 litros, inferior al promedio en América Latina (Diario El Financiero).

**Tabla 20.** Matriz de Evaluación de Riesgo de la Industria

<b>MATRIZ DE EVALUACION DE RIESGO DE LA INDUSTRIA</b>
Fase de la Industria
Sensibilidad ante cambios
Análisis de la naturaleza e intensidad competencia
Existencia de mercados potenciales
Ubicación de la industria
Existencia de ciclos de la industria independientes de la economía global
Análisis de los Proveedores
Características Institucionales

**Fuente:** Sociedad Calificadora de Riesgo SCRL S.A.

**Elaboración:** Los autores

De la metodología de calificación utilizada por la calificadora de riesgos se observa que la información revisada es tabulada en una matriz de ponderación, cuyas variables podemos ver en el cuadro anterior, obteniéndose a partir de la evaluación de las mismas una asignación de riesgo “Medio”, dentro de los de riesgo “Alto”, “Medio”, “Bajo”.

Como posición de la empresa ya dentro de la industria se han evaluado las categorías descritas en el siguiente cuadro. De igual forma los resultados obtenidos son tabulados en una matriz, en donde se clasifica a la posición de Solarex S.A. como de “Nivel - 2,” lo que indica que la empresa presenta “cierta probabilidad” que su capacidad de pago se vea afectada.

**Tabla 21.** Matriz de Evaluación Posición de la Empresa en la Industria

<b>MATRIZ DE EVALUACIÓN POSICION DE LA EMPRESA EN LA INDUSTRIA</b>
Participación de mercado
Riesgo de Sustitución
Demanda
Diversificación Clientes
Diversificación Productos
Diversificación Proveedores
Eficiencia Productiva
Estrategia de Mercado
Protección de Marca
Endeudamiento Relativo

**Fuente:** Sociedad Calificadora de Riesgo SCRL S.A.

**Elaboración:** Los autores

**Tabla 22.** Categorías para “Matriz Posición dentro de la Industria”

<b>Nivel 1:</b>	Empresas que no muestran evidencias que su posición relativa dentro de su industria afecte su capacidad de pago.
<b>Nivel 2:</b>	Empresas que presentan cierta probabilidad que su posición relativa dentro de su industria afecte su capacidad de pago.
<b>Nivel 3:</b>	Empresas que presentan gran probabilidad que su posición relativa dentro de su industria afecte su capacidad de pago.

**Fuente:**

**Elaboración:** Los autores

La última matriz presentada, evalúa las características de la administración y propiedad, esto involucra indicadores como planificación y políticas de crecimiento, experiencia de los ejecutivos y demás variables descritas en el cuadro. De la ponderación de éstas variables se obtuvo una clasificación de “Clase – 2”, es decir que la empresa “presenta cierta probabilidad de que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.

**Tabla 23.** Matriz de Evaluación de Características de la Administración y Propiedad

<b>MATRIZ DE EVALUACIÓN DE CARACTERÍSTICAS DE LA ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD</b>	
Sistemas de Información	Nivel de Endeudamiento
Asignación de Cargos	Grado Cump. Obligaciones Pasadas
Planificación	Endeudamiento Acc. Mayoritarios
Políticas de Crecimiento	Partic. En la Propiedad
Rotación de Altos Mandos	Control Acc. En Toma de Decisiones
Política Sucesión Ejecutivos	Intereses de los Dueños
Experiencia Ejecutivos	Fortaleza del Grupo Empresarial
Estudios Ejecutivos	Importancia del Emisor en el Grupo Empresarial
Sist. Perfeccionamientos	

**Fuente:** Sociedad Calificadora de Riesgo SCRL S.A.

**Elaboración:** Los autores

**Tabla 24.** Categorías para “Matriz Características Administración y Propiedad

<b>Clase 1:</b>	Empresas que no muestran evidencias que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.
<b>Clase 2:</b>	Empresas que presentan cierta probabilidad de que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.
<b>Clase 3:</b>	Empresas que presentan gran probabilidad que su administración o características de su propiedad afecten su capacidad de pago.

**Fuente:**

**Elaboración:** Los autores

Otro componente que aunque no forme parte de las variables anteriormente descritas, pero que es incluida dentro de la estructura para calificar un título valor, es la garantía del título valor. La emisión de obligaciones de Solarex S.A. fue estructurada con una garantía específica adicional a la garantía general en la Ley de Mercado de Valores., misma que consistía en una Prenda Comercial Ordinaria sobre la Marca “Gino’s + Gráfico” de propiedad de la compañía Solarex S.A. a favor del Representante de los Obligacionistas. La valoración de la marca fue de US\$2,065,128 y debía mantener vigente su registro en el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual (IEPI). De igual forma adicional a los resguardos básicos con los que debe cumplir un emisor de obligaciones, la compañía se comprometió a los siguientes resguardos voluntarios: a) Límite de Endeudamiento del emisor, relación entre el pasivo financiero sobre el patrimonio de 3.5 puntos; b) Nivel mínimo de Liquidez (Activo Corriente/Pasivo corriente) no inferior a uno; c) Cobertura de gastos financieros, (Utilidad operativa/Gastos financieros) no inferior a uno.

### **7.3 Evaluación final**

De la metodología de calificación utilizada en el 2011, que posterior a la revisión de las variables cualitativas y cuantitativas citadas anteriormente, se otorga una categoría de riesgo de “A”, es decir que la empresa tiene buena capacidad de pago de los valores a emitirse.

Respecto al plano cualitativo, cabe mencionar que desde la calificación inicial del título valor se menciona que la capacidad de pago de la compañía podría verse afectada por componentes de su industria y por características de su

administración y propiedad. Resulta importante aclarar que éstos resultados no precisan que la compañía puede caer en default, lo que expresan es que la actual categoría asignada podría verse afectada.

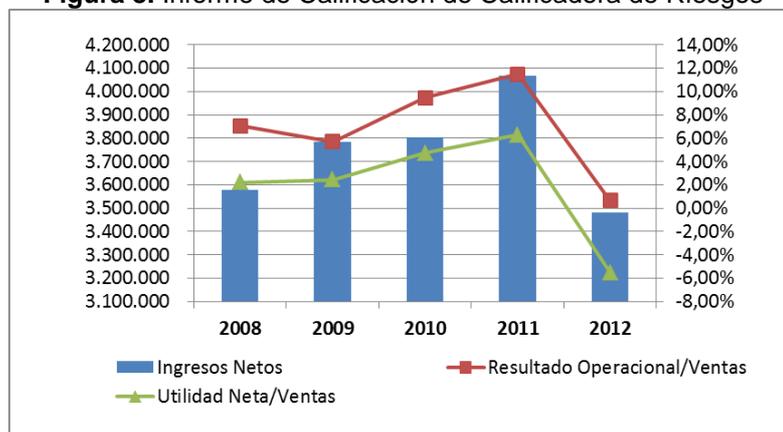
Dentro de la “Matriz de evaluación posición de la empresa en la industria”, el “Riesgo de Sustitución” del producto, registra la mayor importancia relativa, con un 16%, mientras que a las demás (10 variables en total) se les otorgó un peso de 10%, 8% y 6%. No obstante, independiente del peso relativo de las variables, el criterio de valorización utilizado fue de “2” para cada enunciado, lo que corresponde a “Empresas que en relación con la variable analizada son riesgosas”. La única variable que tuvo un valor de “3” fue “Protección de Marca”, lo cual respondería al registro de la marga “Ginos” en el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual. Las empresas calificadas como “1” corresponden a Empresas que en relación con la variable analizada son muy riesgosas; mientras que las de tipo “3” corresponden a Empresas que en relación con la variable analizada no presentan riesgos o este es bajo.

De igual forma, al revisar la “Matriz de evaluación de características de la administración y propiedad”, se destaca la ponderación de 8% en 4 de los 7 indicadores: ‘Planificación’, “Políticas de Crecimiento”, “Experiencia Ejecutivos”, “Nivel de Endeudamiento”, “Grado Cumplimiento Obligaciones Pasadas”. A su vez, “Experiencia Ejecutivos”, tuvo un puntaje de “6”, siendo la más alta, esto considerando la trayectoria de la plana ejecutiva, principalmente de los dueños, quienes habían sido propietarios de la marca de helados “Pingüino”.

De las cifras obtenidas posterior a la calificación inicial, la empresa evidenció ingresos crecientes en el 2011 (US\$4.07 millones), los cuales disminuyeron en el año 2012 (US\$3,48 millones). La utilidad bruta resultó

estrecha para cubrir los gastos operacionales del periodo, obteniéndose una baja utilidad operativa, y llegando a una pérdida neta de US\$192 mil, marcando desde ese momento una pauta del deterioro de la salud financiera de la compañía.

**Figura 8.** Informe de Calificación de Calificadora de Riesgos



**Fuente:** Resumen financiero informe de calificación de Sociedad Calificadora de Riesgos SCRL S.A.

**Elaboración:** Los autores

### 7.3.1 Conclusión caso Solarex S.A.

De la evolución financiera de la empresa Solarex S.A. podemos observar que registraba una situación financiera no tan favorable hasta el año 2009, sin embargo en el 2010 sus ratios presentaron una mejoría importante, eso sumado a un plan de crecimiento apoyado en la experiencia de su accionista, contribuyeron a que se proyectara a una empresa en marcha con buena capacidad de pago de sus obligaciones.

Para las posteriores revisiones, la compañía mantuvo en el 2011 similares relaciones financieras a las del 2010, por lo que se esperaba que el 2013 continúe con éste comportamiento. Sin embargo, el escenario dio un giro durante el año 2012, cuando el mal manejo administrativo empezó a evidenciarse. La entrega tardía de información a la calificadora, el no pago a

tiempo de sus obligaciones y la importante reducción de las ventas, era un síntoma del ruido que estaba atravesando la empresa.

Evidentemente, no sólo la capacidad productiva, experiencia, y demanda creciente son elementos que favorecen el crecimiento de una compañía y su salud financiera, sino también el carácter de sus administradores y el buen manejo de la operación, componentes que al parecer fueron los que afectaron a la compañía.

## 8. CONCLUSIONES

Este estudio tuvo como propósito conocer las funciones de una calificadoradora de riesgo al momento de calificar títulos valores de renta fija. La revisión de la metodología y las variables evaluadas por cada una de ellas, nos permitió conocer que éstos modelos no derivan de un estricto modelo de calificación, ni tampoco determinan una pérdida esperada de los títulos valores. A diferencia de una institución financiera en donde con modelos de scoring y cálculos de pérdida esperada se determina de forma individual si una persona jurídica o natural es sujeto de crédito, las calificadoras de riesgo cuentan con modelos de ponderación de variables que la empresa calificadoradora considera influyentes en el comportamiento de pago de un emisor.

Estos componentes sean cualitativos o cuantitativos son evaluados de forma individual, para posteriormente de forma conjunta, determinar una categoría de calificación para el título valor en análisis. Cada calificadoradora de riesgo, asigna un peso y un puntaje sobre las categorías consideradas, puntuaciones razonables a criterio de la calificadoradora, para finalmente asignar una categoría de riesgo.

Considerando que vivimos en constante cambio, y que los factores fundamentales de los sectores económicos y las compañías que compiten en ellas no son del todo fijos, sumado a esto que la reacción de cada compañía será diferente entre ellas y dependerá de la administración y sus estrategias, las calificadoras de riesgo tendrán que incluir su experiencia y conocimiento al momento de calificar un título valor.

Una compañía como Solarex S.A., calificada como “A”, pudo haber mantenido su comportamiento financiero, sin embargo las decisiones empresariales, llevaron a la compañía a la reducción de las ventas y afectación de sus indicadores. Lamentablemente, el deterioro se fue incrementando, provocando la caída de la calificación y finalmente el default.

Siendo la calificación una opinión sobre el riesgo de un título valor, lo que se está haciendo es emitir un criterio a través de un análisis cuantitativo, en donde prima la objetividad y experiencia de profesionales que conformen la compañía. Es decir que se deberá contar con personal técnico completamente capacitado, con un perfil académico y profesional que permita asignar categorías de riesgo de forma objetiva.

Como recomendación al presente trabajo, cada calificadora de riesgos deberá asegurarse de tener recursos profesionales capaces, quienes deberán mantenerse en constante capacitación. Se debe además tecnificar los procedimientos actuales, de forma de lograr una interacción sinérgica entre los procedimientos técnicos y la objetividad del calificador.

Por otro lado, es necesario fortalecer la evaluación de clientes con una estructura financiera más pequeña, recordemos que las PYMES no van a tener el mismo comportamiento y reacción que una empresa más grande, dicha evaluación debiera incorporar un componente de castigo para aquellas compañías. Sin pretender limitar la participación de empresas a sólo compañías grandes, se deberá otorgar calificaciones acordes a la realidad del mercado.

No todas las empresas pueden ser “AAA” y “AA”, por lo que el apetito del inversionista deberá incluir papeles con calificaciones inferiores, esto acorde a

un principio de diversificación de cartera. Ésta situación motivaría a que las PYMES participen en emisiones que bien podrían calificarse “A”, diversificando el riesgo de un portafolio, suponiendo que a mayor riesgo mayor rentabilidad.

El Mercado de Valores Ecuatoriano aún puede crecer y mejorar, no sólo en la emisión de renta fija sino también de renta variable, el traspaso a finanzas estructuradas debe ir de la mano del organismo de control, a fin de fomentar todo crecimiento enmarcado en las leyes vigentes.

## 9. REFERENCIAS

Besley, & Brigham. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera* (Décimo Segunda ed.). Editorial McGraw-Hill.

Ecuability S.A. Calificadora de Riesgos. (n.d.). Obtenido el 18 de Junio, 2015, de <http://dawhois.com/site/ecuability.com.html>

*Evolución de Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones*. (n.d.). Obtenido el 5 de Junio, 2015, de <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/>

Fabozzi, F., & Modigliani, F. (2000). *Mercado e Instituciones Financieras*. Pentrice Hall.

Guía del Mercado de Valores Colombiano. (n.d.). Obtenido el 2 de Mayo, 2015, de <http://www.mercadomila.com/files/marcolegal/colombia/11guia-del-mercado-de-valores-141008.pdf>

*Guía Didáctica del Mercado de Valores*. (2002). Guayaquil, Guayas: Bolsa de Valores de Guayaquil.

*Historia de la Ley del Mercado de Valores*. (n.d.). Obtenido el 30 de Julio, 2015, de <http://www.supercias.gob.ec/>

Informe de Calificación SCRL S.A. - Octubre 2011, Enero de 2013, Septiembre de 2013, Diciembre de 2013. (n.d.). Obtenido el 10 de Junio, 2015, de <http://www.scrla.fin.ec/>

Jorion, P. (1999). *Valor en Riesgo* (Segunda ed.). Editorial Limusa.

Ley de Mercado de Valores - Título I, Pagina 2-3, 17-19, 21, 56, 63, 69, 71. (n.d.). Obtenido el 18 de Junio, 2015, de <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/7f2412cb-bdcb-45ec-b2de->

[f9f74fb61642/LEY+DE+MERCADO+DE+VALORES+act+Mayo+20+2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=7f2412cb-bdcb-45ec-b2de-f9f74fb61642](http://www.supercias.gov.ec/8080/consultas_mv/faces/calificadoras.jsp?height=750)

Listado Calificadoras. (n.d.). Obtenido el 31 de Mayo, 2015, de

[http://www.supercias.gov.ec:8080/consultas\\_mv/faces/calificadoras.jsp?height=750](http://www.supercias.gov.ec:8080/consultas_mv/faces/calificadoras.jsp?height=750)

Manual de Calificación Obligaciones de la Calificadora de Riesgos Bankwatch

Ratings Del Ecuador S.A. (n.d.). Obtenido el 16 de Junio, 2015, de

[http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=24:calificaciones-nacionales&catid=1:bankwatch-ratings&Itemid=32](http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_content&view=article&id=24:calificaciones-nacionales&catid=1:bankwatch-ratings&Itemid=32)

Manual de Calificación Obligaciones de la Calificadora de Riesgos Class

International Rating. (n.d.). Obtenido el 18 de Junio, 2015, de

<http://classinternationalrating.com/index.php/metodologia-de-calificacion-de-valores-representativos-de-deuda/finish/5/8>

Manual de Calificación Obligaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit

Rating. (n.d.). Obtenido el 15 de Junio, 2015, de

<http://www.ratingspcr.com/ecuador.html>

Manual de Calificación Obligaciones de la Sociedad Calificadora de Riesgos

Latinoamericana SCRL S.A. (n.d.). Obtenido el 18 de Junio, 2015, de

[http://www.scrla.fin.ec/Procedimientos\\_Obligaciones\\_extracto.pdf](http://www.scrla.fin.ec/Procedimientos_Obligaciones_extracto.pdf)

Resolución No. SCV.INMV.DNC.DNFCDN.14.0030726. (n.d.). Obtenido el 20 de

Junio, 2015, de <http://www.supercias.gob.ec/>

Ross, Westerfield, & Jaffe. (2005). *Finanzas Corporativas* (Séptima ed.). Editorial

McGraw –Hill.