

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA
BVC

Primera cobertura

Fecha de valoración: 13 de agosto de 2015

Recomendación: Comprar

Precio de la acción \$16,00 y valor del COLCAP: 1.272,49

Se recomienda comprar debido a que el precio arrojado por el modelo muestra que la acción presentará una valorización del 6,56%; lo anterior está respaldado en que los ingresos operacionales provenientes de las compañías subsidiarias Set Icap e Infovalmer, así como los de Derivex han permitido a la BVC mantener su estabilidad financiera a pesar de los bajos volúmenes de negociación en renta fija y renta variable por la pérdida de confianza de los inversionistas después del colapso de la firma comisionista Interbolsa, el desplome del precio del crudo y las expectativas de aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos; además, en que con la adquisición del 51% de la propiedad accionaria de Sophos Banking Solutions la BVC percibirá importantes ingresos operacionales.

Nuestro precio esperado por alcanzar a diciembre de 2015 es \$ 17,05

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

COP (MILES)	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
FCL	17.475.075	18.679.092	12.665.295	18.507.907	16.909.422	17.270.865	17.938.331	18.854.177	20.028.909
Margen neto	38,47%	35,30%	28,29%	29,76%	25,72%	24,82%	24,15%	24,78%	29,30%
Ebitda	32.099.738	32.953.452	29.650.624	32.188.997	27.263.586	27.254.833	28.177.576	29.817.822	32.044.816
Margen ebitda	43,6%	43,7%	37,7%	40,02%	35,18%	34,42%	34,49%	35,09%	36,04%
ROIC	10,21%	10,48%	9,30%	11,58%	8,03%	7,51%	7,21%	7,73%	10,83%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$362.252.710.000
 Acciones en circulación: 18.672.822.217,00
 Volumen promedio diario del último año: 72.764.060
 Bursatilidad: media
 Participación en el índice COLCAP: 0,266%
 Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)
 Beta: 0,7
 Rango en el último año: \$15,70 - \$25,00

Apreciación global de la compañía

Localización: Colombia

Industria: servicios financieros

Descripción: empresa privada que administra plataformas de negociación de títulos valores

Productos y servicios: mercados de renta fija y renta variable, derivados estandarizados y operaciones especiales

Sitio web de la compañía: <http://www.bvc.com.co>

Analistas:

Jorge Armando Bedoya Cadavid
 Claudia Andrea Castro Henao

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

En los últimos 12 meses, del 13 de agosto de 2014 al 13 de agosto de 2015, el precio promedio de la acción de la BVC fue de \$20,10. El precio máximo registrado durante el periodo en mención se presentó el 20, 21 y el 29 de agosto de 2014 con un valor de \$25,00, mientras que el precio mínimo de la acción fue de \$15,70 y se presentó el 27 de julio de 2015 y el 12 de agosto de 2015; dichas variaciones se presentaron, en lo primordial, por factores externos y locales correspondientes al desempeño de mercados administrados.

Gráfico 1. Comportamiento del precio de la acción de la Bolsa de Valores de Colombia durante el periodo comprendido entre el 13 de agosto de 2014 y el 13 de agosto de 2015



Fuente: Bloomberg (13 de agosto 2015)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La inversión en acciones de la BVC es de riesgo moderado y poco atractiva en el corto plazo, su tendencia a la baja en los últimos años se ha presentado por la reducción de los volúmenes de negociación en renta fija y renta variable debido al colapso de la firma comisionista Interbolsa, las expectativas de aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y el desplome del precio del crudo puesto que acciones como las de Ecopetrol, Pacific Rubiales y Canacol Energy han sido determinantes para medir el desempeño de la bolsa.

En el largo plazo presenta expectativa de incremento debido a diferentes factores como el potencial de crecimiento del mercado colombiano en productos no tradicionales; la compra del 51 por ciento de las acciones de Sophos Banking Solutions y la profundización del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). De acuerdo a lo anterior y con base a los resultados obtenidos en la valoración, nuestra posición es comprar.

TESIS DE INVERSIÓN

Partiendo de la valoración realizada a través de la metodología de flujo de caja libre descontado (FCLD) y teniendo en cuenta los valores encontrados con la metodología de múltiplos comparables, se emite una recomendación de compra, con un precio objetivo de la acción de la BVC para 2015 de \$17,05 lo que nos indica un aumento de su valor del 6,56% respecto al precio de cierre de \$16,00 del 13 de agosto de 2015, explicado por un crecimiento proyectado en operaciones de divisas igual al del 2014; derivados, Infovalmer, suscripción y venta de información con un crecimiento igual al IPC*PIB proyectado, mientras que las operaciones de renta fija y renta variable se proyectan decreciendo en menor medida los primeros tres años proyectados de la valoración y con una leve recuperación en los últimos años de la proyección. También se plantea mantener los gastos operaciones que crecen igual al IPC proyectado.

La BVC se vio seriamente afectada por el colapso de la firma comisionista Interbolsa y la caída del precio del petróleo, fenómenos que le hicieron perder credibilidad y confianza a los inversionistas; aunque la BVC ha tratado de desarrollar programas de capacitación acerca de manejo de inversiones a través de la bolsa y de las regulaciones del Estado, recuperar la confianza de los inversionistas no es una tarea fácil; por tanto, la recuperación de sus ingresos operacionales por concepto de renta variable se espera en el largo plazo. Cabe anotar que Colombia, por ser uno de los países de Latinoamérica con mayor expectativa de crecimiento de la economía y por presentar un incremento de la clase media en los últimos años, continúa siendo un país atractivo para la inversión.

En el corto plazo se espera que la BVC fomente la inversión en instrumentos de renta variable, ya que hasta la fecha los volúmenes de negociación vienen disminuyendo considerablemente; además, también se espera que se desarrolle la inversión en moneda extranjera, aprovechando la integración con otras bolsas de valores para formar alianzas estratégicas y de esta forma aumentar su participación en el mercado.

VALORACIÓN

Para la determinación del precio de la acción de la BVC se empleó la metodología de flujo de caja libre descontado con una proyección hasta el año 2019. Para el cálculo de los ingresos de la compañía se decidió ser conservadores, manejando solo un crecimiento de IPC en los ingresos menos representativos; se proyectó un incremento en los ingresos provenientes de las compañías subordinadas y una disminución de los ingresos de renta fija y renta variable debido a la lenta recuperación que ha presentado después del colapso de la firma comisionista Interbolsa, la caída del precio del crudo y las expectativas de aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Las proyecciones en inversión de capital de largo plazo se realizaron de acuerdo con la permanente renovación de tecnología que requiere este tipo de negocios, lo cual se muestra en incrementos en propiedad, planta y equipo, donde se tiene como mayor rubro la renovación de equipos de cómputo y comunicaciones para los próximos cinco años.

Teniendo en cuenta los factores mencionados con anterioridad, se realizó la proyección de los flujos de caja descontados para los años definidos y con el cálculo del costo promedio de capital (WAAC) determinado para la BVC, se obtuvo un valor presente neto de la operación de 254.340.074 miles de pesos. A este valor, se le sumaron 31.432.035 miles de pesos en inversiones temporales, 37.220.088 miles de pesos en otros activos y se descontaron 4.623.988 miles de pesos de pasivos, con lo cual se determinó un valor total de compañía de 318.368.129 miles de pesos.

Tabla 1. Valoración según la metodología de flujo de caja descontado (FCLD)

**VALOR DEL PATRIMONIO
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS**

Cifras en miles de pesos

VALORACIÓN POR FCLD	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
Flujo de caja libre operativo	16.969.655	17.296.957	17.947.991	18.846.978	20.027.830
Valor a perpetuidad					287.405.431
Costo de capital	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%
Valor presente del flujo de caja libre	76.077.429				
Valor presente a perpetuidad	178.262.645				
(+) Valor de la operación	254.340.074				
(+) Inversiones temporales	31.432.035				
(+) Otros activos	37.220.008				
(=) Valor de la compañía	322.992.117				
(-) Otros pasivos	4.623.988				
(=) Valor del patrimonio por el método de FCLD	318.368.129				

Acciones en circulación	18.672.822
Valor de la acción	17,05

SUPUESTO DEL VALOR DE PERPETUIDAD

Crecimiento a perpetuidad **3,69%**

Fuente: equipo de valoración de BVC

Cálculo del WAAC

Para el cálculo del WACC se consideraron la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años, el riesgo del mercado, que está compuesto por la prima de mercado y el riesgo de país, la relación de deuda sobre patrimonio y el beta de la compañía con el referente del mercado.

Tabla 2. Datos para el cálculo del WAAC

WACC = 10,02%			
Nombre	Variable	Valor estimado	Fuente de información y período utilizado
Variables en el WAAC			
Rentabilidad exigida	$K_{e_{cop}}$	10,02%	Fuente: equipo de valoración
Participación del capital	W_e	100%	Fuente: Estados financieros consolidados de BVC
Costo de deuda	$K_{d_{cop}}$	0%	Fuente: Estados financieros consolidados de BVC Nota: la BVC no presenta deudas financieras
Participación de la deuda	W_d	0%	Fuente: Estados financieros consolidados de BVC Nota: la BVC no presenta deudas financieras
Variables CAPM			
Tasa libre de riesgo	R_f	3,30%	Fuente: Tasa del Tesoro de Estados Unidos de diez años Período: diez años (2005 - 2014)
Beta desapalancado	β_u	0,7	Fuente: equipo de valoración
Beta apalancado	$\beta_L = \beta_u$	0,7	Fuente: equipo de valoración Nota: como la BVC no posee deuda financiera, el Beta apalancado es igual al Beta desapalancado
Prima de mercado histórica	R_m	4,06%	Fuente: Damodaran, s.f. Período: diez años (2005 - 2014)
Riesgo de país	R_p	2,16%	Fuente: J.P. Morgan (s.f.) Período: diez años (2005 - 2014)

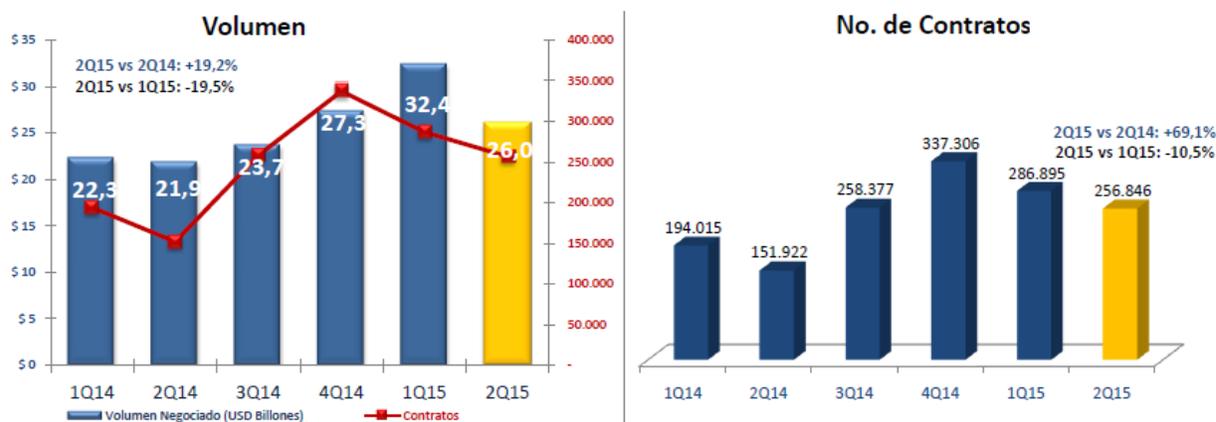
Fuente: equipo de valoración de BVC

Análisis de sensibilidad

Al evaluar los posibles escenarios generados ante las variaciones en el crecimiento de los ingresos y el crecimiento a perpetuidad estimado, se encontró que el precio de la acción de la BVC se ubicaría en el rango entre \$14,29 y \$24,05

Se proyectó una disminución de la utilidad operacional durante el año 2015 por la reducción de los volúmenes de negociación en renta fija y renta variable y porque será difícil para la BVC mantener la reducción de gastos operacionales de -5,43% obtenida en el 2014, representados en lo fundamental por una disminución de gastos de personal de 9,18% y honorarios y comisiones de -5.39%.

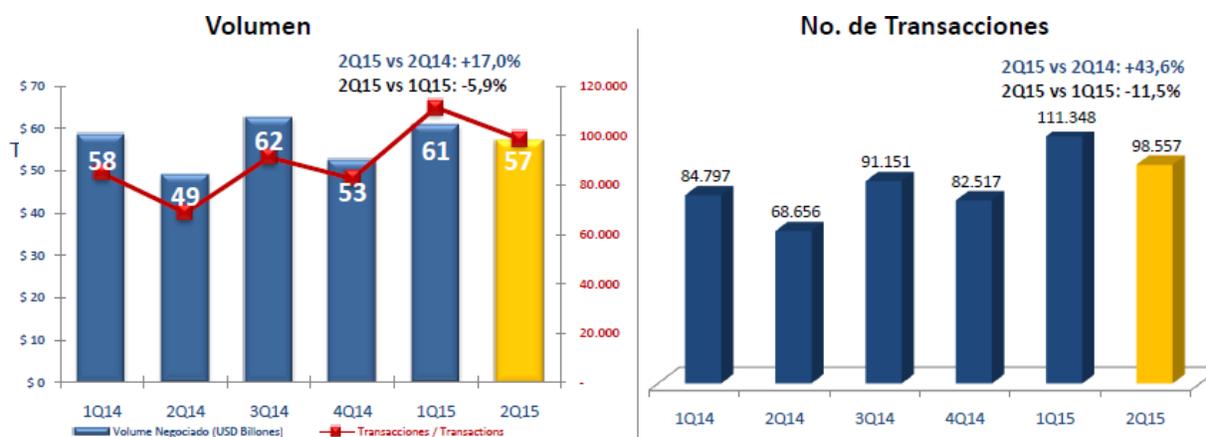
Gráfico 2. Contratos negociados en derivados en el período 2010-2014 / Variación entre 2013 y 2014: 37,44%



Fuente: BVC (2015)

Para los años 2015 a 2019 será difícil que la BVC pueda seguir optimizando sus gastos operacionales de personal y no se evidencia un panorama optimista para incrementar los volúmenes de negociación en renta fija y renta variable, que son sus principales fuentes de ingresos; sin embargo, otros ingresos, provenientes de las compañías subsidiarias Set Icap FX e Infovalmer, así como otros ingresos operacionales generados por Derivex, han presentado incrementos elevados y una mayor dinámica en volúmenes de negociación; de hecho, las operaciones de divisas superan tanto los ingresos generados por renta fija en los años 2013 y 2014.

Gráfico 3. Derivados negociados por especie en 2014



Fuente: BVC (2015)

Con la adquisición de las acciones de Sophos Banking Solutions, la BVC espera percibir importantes ingresos durante los próximos años, sin embargo dado que se desconocen detalles operativos y financieros de la adquisición de esta nueva compañía, el análisis de sensibilidad se realizó con diferentes escenarios de crecimiento de los ingresos generados por:

- Derivados
- Operaciones especiales
- Infovalmer y suscripción y venta de información

De acuerdo con las variaciones históricas, se suponen ingresos que crecen de manera igual que el 2014 o el segundo semestre de 2015 o el producto entre IPC y PIB proyectado.

Tabla 3. Variables macroeconómicas proyectadas

VARIABLE	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
IPC	3,66%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
PIB	4,60%	3,07%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%
IPC*PIB	8,43%	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%

Fuente: Banco de la Republica (2015)

Tabla 4. Análisis de sensibilidad de variaciones en crecimiento de ingresos

G: Tasa de crecimiento a perpetuidad

Escenario 1. Crecimiento igual al del IPC*PIB proyectado

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	G	Valor de la acción
Derivados	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%	2,07%	\$14,29
Operaciones de divisas	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		
Infovalmer, venta de información	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		

Escenario 2. Crecimiento de Derivados y Operaciones con divisas igual al IPC*PIB proyectado

Crecimiento de Infovalmer-venta de información igual al 2014

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	G	Valor de la acción
Derivados	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%	5,88%	\$24,05
Operaciones de divisas	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		
Infovalmer, venta de información	17,52%	17,52%	17,52%	17,52%	17,52%		

Escenario 3. Crecimiento de Derivados e Infovalmer-venta de información igual al del IPC*PIB proyectado

Crecimiento de Operaciones con divisas igual al del 2014

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	G	Valor de la acción
Derivados	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%	3,69%	\$17,05
Operaciones de divisas	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%		
Infovalmer, venta de información	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		

Escenario seleccionado por el equipo de Valoración

Escenario 4. Crecimiento de Operaciones con divisas e Infovalmer-venta de información igual al IPC*PIB Proyectado

Crecimiento de Derivados igual al del 2014

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	G	Valor de la acción
Derivados	15,70%	15,70%	15,70%	15,70%	15,70%	3,28%	\$16,23
Operaciones de divisas	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		
Infovalmer, venta de información	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		

Escenario 5. Crecimiento de Derivados igual al del segundo semestre de 2015

Crecimiento de Operaciones con divisas igual al del 2014

Crecimiento de Infovalmer-venta de información igual al IPC*PIB proyectado

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	G	Valor de la acción
Derivados	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	4,24%	\$18,34
Operaciones de divisas	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%		
Infovalmer, venta de información	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%		

Fuente: equipo de valoración de BVC

Análisis comparativo

Los múltiplos ratifican las razones de la valoración que ha presentado la acción durante el último año, ya que, al comparar el valor de la acción de la BVC con el promedio de las bolsas de valores, se encuentra por debajo de sus comparables directos, lo que muestra un potencial de valorización.

Tabla 5. Comparativo por múltiplos

Nombre	País	Capitalización del mercado en millones de dólares	P/E (razón entre precio y rendimiento)	PVL (razón entre precio de la acción y valor en libros)	EV/EBITDA	Margen ebitda	ROE (rendimiento sobre el patrimonio) %	Precio de venta	Rentabilidad del dividendo, %
Bovespa	Brasil	843.894,20	17,61	0,88	13,94	48,12%	5,15	8,24	5,2
Bolsa Comercio de Santiago	Chile	233.245,47	13,86	3,05	n.d	n.d	n.d	4,85	2,33
Bolsa y Mercado españoles	España	992.913,61	18,38	6,36	11,52	48,75%	38,54	8,26	5,4
Bolsa Mexicana de Valores	México	480.245,32	20,51	2,84	16,13	36,08%	14,25	7,4	4,2
Bolsa de Valores de Lima	Perú	78.839,86	n.d	n.d	n.d	n.d	22,07	n.d	n.d
Promedio del sector		525.827,69	17,59	3,28	13,86	44,32%	20,00	7,19	4,28
BVC	Colombia	146.745,68	15,61	3,47	13,00	40,5	23,30	4,50	4,06

Fuentes: Bloomberg (2014), Yahoo finance (2014)

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

De acuerdo con el modelo de las 5 fuerzas competitivas (Porter, 1995) se realizó el siguiente análisis:

1. Amenaza de entrada de nuevos competidores

Una de las filiales que mayor ingreso representa para la BVC es Infovalmer Proveedor de Precios para la Valoración S. A., cuyo nombre a veces se escribe con la abreviatura PPV para la parte central, en la cual tiene una participación directa de 90,91%, e indirecta, a través de Invesbolsa S. A. S., de 9,09%, para una participación total del 100%. Infovalmer PPV S. A. es una entidad que mediante la ejecución de metodologías de valoración estima cada día los precios de los activos que se negocian en el sistema financiero de Colombia.

La información referente a precios de activos financieros negociados en Colombia debe ser realizada por entidades independientes y con este objeto social de forma exclusiva; como clientes se encuentran las empresas vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Cuando se constituyó Infovalmer PPV S. A. no existían en el mercado financiero colombiano otras entidades con su mismo objeto social; sin embargo, en 2013 ingresó la compañía PiP (Proveedor Integral de Precios) Colombia S. A., proveniente de México y que, además, presta sus servicios en países como República Dominicana, Panamá, Perú y Estados Unidos.

La BVC estima que Infovalmer PPV S. A. cuenta con una participación significativa de clientes en el mercado; no obstante, al desarrollarse el mercado de valores y una vez se dinamice en mayor medida el MILA, podrían ingresar otras compañías proveedoras de precios de activos financieros, lo que lo quitaría a Infovalmer PPV S. A. parte de sus clientes. Cabe anotar también que esta situación sería favorable de igual manera para los participantes en el mercado, pues obligaría a las compañías a desarrollar mejores metodologías de valoración para tener un rango de precios de los activos más preciso y confiable.

2. Poder de negociación de los clientes

Las personas naturales y jurídicas que buscan cómo invertir su dinero en Colombia encuentran diferentes opciones, entre las cuales está el mercado de valores. En los últimos años, las inversiones en renta fija en la BVC han tomado una importancia considerable en el mundo, entre otras razones por el crecimiento del PIB en Colombia, la inflación baja y unas tasas de interés estables. Sin embargo, la inversión en acciones y derivados no ha sido tan satisfactoria, lo que ha provocado una reducción de los montos de negociación en los últimos años. El poder de negociación de los clientes es elevado puesto que pueden elegir invertir en un mercado de valores más desarrollado, con mayor liquidez en las acciones, con una mayor estabilidad política o simplemente invertir en otros sectores.

Con las expectativas de firma de la paz en Colombia se podría esperar una mayor inversión extranjera y una política de gobierno más enfocada hacia el desarrollo empresarial y estructural del país, lo cual tendría consecuencias importantes en el crecimiento empresarial, puesto que se lograría una mayor rentabilidad en las empresas listadas en bolsa y se recuperaría la confianza de los inversionistas, lo que daría mayor poder de negociación a la BVC al presentarse mayores requerimientos de sus productos y servicios.

3. Poder de negociación de los proveedores

La BVC cuenta con una serie de procesos y procedimientos que le han permitido establecer con sus proveedores unas condiciones transparentes de participación y operación. De hecho, en el mes de marzo de 2014 se convirtió en la primera bolsa de valores en el mundo en recibir la certificación del Chartered Institute of Purchasing and Supply (CIPS), que acredita a la BVC como una empresa que presenta las mejores prácticas en procesos de compras, logística e interacción con sus proveedores.

La BVC cuenta con la certificación ISO 9001 y con un sistema SAP que hace posible la planeación, el control, la administración y la trazabilidad de los procesos de adquisiciones de bienes y servicios.

4. Productos sustitutos

En Colombia existen diferentes alternativas de inversión en el mercado financiero regulado y no regulado; en el último se encuentran las llamadas “pirámides”, que funcionan de manera ilegal, lo cual ha llevado a muchas personas a perder la totalidad del dinero invertido, y el mercado de divisas Forex que si bien es legal, no está regulado, pero si se considera de mayor riesgo que el de las acciones y en el que existen pocas garantías para los inversionistas. Estos productos pueden considerarse sustitutos, ya que hay personas que invierten sus recursos en ellos; sin embargo, dejan de ser atractivos por los altos riesgos en que se incurre.

En el mercado regulado se presentan algunos productos sustitutos que se convierten en competidores para los ofrecidos por la BVC, tales como los CDT y las cuentas de ahorro para personas que presentan una alta aversión al riesgo. Fuera del mercado financiero existen otras alternativas de inversión de predominancia en el país, como son la finca raíz, el ahorro tradicional ante la perspectiva de un crecimiento en las tasas de interés, el montaje de nuevos negocios, la compra de arte o metales preciosos, el establecimiento de un compromiso de ahorro a través de los fondos de pensiones y cesantías o la inversión en el sector de transporte público, que tienden a valorizarse en el largo plazo. La BVC, sin embargo, cuenta con productos que ofrecen distintas rentabilidades que están asociadas con los diferentes niveles de riesgo y en diferentes horizontes de inversión, como son las acciones ordinarias y preferenciales, los bonos empresariales, los bonos corporativos, los derivados y las carteras colectivas; no obstante, el reducido conocimiento sobre este tipo de inversiones limita a que sea mayor el número de operaciones y conduce a que se prefiera otro tipo productos para la inversión.

5. Rivalidad entre competidores

Los competidores de la BVC son, de manera específica, las bolsas de valores de Brasil, España, México, Argentina y Chile, que manejan una mayor capitalización bursátil que la BVC y, aunque algunas de ellas pertenecen al MILA o van a pertenecer a él, el reto de la Bolsa de Valores de Colombia es seguir escalando su posición dentro de las bolsas de mayor capitalización bursátil en la región y, en concreto, con aquellas bolsas que hacen parte del MILA.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

La Bolsa de Valores de Colombia BVC es una entidad privada inscrita en el mercado de valores, que se encarga de administrar plataformas de negociación de títulos de renta variable, renta fija y derivados estandarizados a través de la creación de filiales desarrolladas mediante alianzas estratégicas con otras compañías; además, realiza operaciones en mercados de *commodities* energéticos y de divisas. Es la sexta plaza bursátil de mayor volumen operado

en renta fija en el mundo, según WFE (2014) (World Federation of Exchanges, que en español se traduce como Federación Mundial de Bolsas) y es el tercer mercado de derivados más importante de Latinoamérica.

Grafico 4. Modelo de negocio de la BVC



Fuente: BVC (2014)

Historia

En el año 1928 se creó la Bolsa de Valores de Bogotá, cuya primera operación se llevó a cabo el 2 de abril de 1929. En enero de 1961 nació la Bolsa de Valores de Medellín, cuyo inicio se dio en una época de expansión demográfica y de crecimiento del sector exportador y de la industria en general. Dos décadas después, en el año 1983 se creó la Bolsa de Occidente. El 3 de julio del año 2001 se integraron las tres bolsas existentes en Colombia. Dicha integración permitió la existencia de la actual Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la cual ha logrado profundidad, transparencia y dinamismo al mercado colombiano de activos financieros. Además, la BVC pertenece a la Federación Mundial de Bolsas (WFE) y hace parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), junto con la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile), la Bolsa de Valores de Lima (Perú) y los depósitos centralizados de valores Deceval, DCV y Cavalí, los cuales desde el año 2009 iniciaron el proceso de creación de un mercado regional para negociar títulos de renta variable de los tres países.

El 30 de mayo de 2011, el MILA entró en operación para abrir oportunidades a inversionistas e intermediarios de Chile, Perú y Colombia, quienes desde entonces pueden comprar y vender las acciones de las tres plazas bursátiles a través de un intermediario local.

Principales productos y servicios

La BVC administra los mercados de renta fija, renta variable y derivados estandarizados, distribuye información de las negociaciones de activos financieros, facilita las conexiones al sistema transaccional y presta servicios de educación a inversionistas y profesionales de la industria bursátil.

Tabla 6. Productos de BVC

Renta variable	Renta fija
<ul style="list-style-type: none"> - Negociación de acciones - Empresas listadas en mercado local - Acciones listadas en bolsas que hacen parte del MILA - Acciones listadas en bolsas extranjeras del mercado global colombiano - ETF (Exchange traded Funds) - Operaciones de repo - Transferencia temporal de valores 	<ul style="list-style-type: none"> - Emisión de títulos de deuda - Se negocian a través del mercado electrónico de Colombia - Administración de registros - Administración de garantías
Derivados estandarizados	Información y medios electrónicos
<ul style="list-style-type: none"> - Se negocian futuros - Títulos TES - Divisas, acciones, índices - Tasas de interés e inflación - Registro de derivados OTC 	<ul style="list-style-type: none"> - Sistema de información especializado para la administración, suministro y licenciamiento de información de mercado
Operaciones Especiales	Educación
<ul style="list-style-type: none"> - Emisión de acciones, subastas - Demandas en firme, oferta pública de adquisición de acciones - Martillos, book building 	<ul style="list-style-type: none"> - Programas educativos orientados a la profundización del conocimiento sobre el mercado de valores

Fuente: equipo de valoración de BVC

Estrategia y desarrollos recientes

La BVC ha modernizado los sistemas que administra, mediante la reducción de factores de riesgo en toda la cadena de valor y la adquisición de un sistema electrónico de negociación en el que los comisionistas pueden realizar transacciones sin necesidad de desplazarse; además, cuenta con participación en la empresa Integrados FX, en la que se administra el principal sistema de negociación de divisas del país (SET-FX). También se dispone de la plataforma de negociación de derivados estandarizados *X-Stream*, herramienta cuyo proveedor es NASDAQ-OMX y por medio del cual Colombia abrió caminos de modernización para realizar inversiones en empresas inscritas en el país, a través de internet, por medio de la estructuración de alternativas para mejorar la rentabilidad de los portafolios de inversión y la creación de opciones de cobertura ante la volatilidad de los principales activos que se negocian.

La BVC ha fundamentado una de sus estrategias de crecimiento en la capacitación al público en general, personas que no han tenido contacto con la operación de la bolsa de valores, mediante los cursos que imparte la compañía en sus puntos BVC, de tal manera que aprendan a invertir en los títulos negociados a través de la plaza bursátil.

Tabla 7. Estrategia de BVC en 2014

CALIDAD DEL MERCADO	INTERNACIONALIZACIÓN	INFRAESTRUCTURA
Agenda regulatoria	COLOMBIA INSIDEOUT	Custodios
<ul style="list-style-type: none"> • Emisiones de acciones: implementación del mecanismo de <i>greenshoe</i> y ajustes al proceso de <i>book building</i> • Ajustes al régimen de mercado monetario, inclusión de los nuevos límites. 	<ul style="list-style-type: none"> • London & New York • Delegación de los principales emisores y el Gobierno Nacional 	<ul style="list-style-type: none"> • Alistamiento y puesta en marcha para Renta variable y Renta fija.
<ul style="list-style-type: none"> • Régimen contable IFRS (NIIF) • Ajustes regulatorios en "MILA" 	<ul style="list-style-type: none"> • MILA: • Entrada de México 	<ul style="list-style-type: none"> • Entrada SET ICAP Securities • Implementación del nuevo Modelo de repos.
<ul style="list-style-type: none"> • Promoción del mercado de derivados: • Lanzamiento del futuro de OIS (overnight index swap) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ajustes Regulatorios: inversión local y temas cambiarios • Nuevo esquema de custodios 	<ul style="list-style-type: none"> • Actualización de plataforma y nuevo esquema de garantías para renta fija • Cámara de acciones • TTV (operaciones de transferencia temporal de valores) de renta fija
<ul style="list-style-type: none"> • Lanzamiento de opciones • Consolidación de la liquidez a través de las mesas de distribución 	<ul style="list-style-type: none"> • Emisiones primarias 	<ul style="list-style-type: none"> • DMA (direct market access) - FIX 4.4 • Nuevos ETF (exchange trade funds) e índices • Renta fija
<ul style="list-style-type: none"> • Creadores de mercado • Profesionalización: • Premios de Análisis de Mercado 		

Fuente: BVC(2014)

Conviene tener en cuenta las definiciones siguientes para la interpretación de la tabla:

Greenshoe: cláusula en contratos de colocación de ofertas públicas de ventas en la cual se permite vender más acciones de las previstas: hasta cerca de 10% más.

Book building: proceso que determina el precio final de colocación de la acción.

Análisis de los competidores

Las bolsas de valores más grandes del mundo, si se toma como referencia su capitalización bursátil, son las bolsas de América del Norte, Europa y Asia. Entre ellas se destaca NYSE Euronext, resultado de la fusión en el año 2007 entre la Bolsa de Valores de New York (NYSE) y Euronext, para consolidarse como la bolsa de valores más grande del mundo seguida de NASDAQ OMX, Japan Exchange Group y London Stock Exchange Group, entre otras.

En el mercado iberoamericano de valores, en cuanto a capitalización bursátil se refiere, para el año 2014 Colombia ocupaba el quinto lugar, superada por Brasil, España, México y Chile. En este mismo año, la Bolsa de Valores de Colombia ocupó el séptimo lugar en número de sociedades listadas, con un total de 74 (cuatro menos que en 2013), 70 nacionales y cuatro extranjeras, según los informes estadísticos mensuales publicados por la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB, 2014), de la cual es miembro la Bolsa de Valores de Colombia.

Tabla 8. Capitalización bursátil: comparativo entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014

Países miembros de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)

Millones de US \$.

País	Diciembre de 2013	Diciembre de 2014	Variación porcentual
Argentina	53.104,79	60.142,04	13,25
Bolivia	4.759,39	5.229,37	9,87
Brasil	1.020.455,33	843.894,20	-17,30
Chile	265.150,08	233.245,47	-12,03
Colombia	202.693,25	146.745,68	-27,60
Costa Rica	2.640,31	2.505,50	-5,11
Ecuador	6.538,00	7.382,00	12,91
El Salvador	10.747,18	4.272,85	-60,24
España	1.116.561,03	992.913,61	-11,07
México	526.015,64	480.245,32	-8,70
Panamá	13.436,00	14.222,00	5,85
Perú	80.977,52	78.839,86	-2,64
Portugal	No disponible	58.377,30	-27,98
Venezuela	71.283,31	75.492,59	5,90

Fuente: FIAB (2014)

Tabla 9. Número de sociedades listadas

Bolsa	Diciembre de 2013			Diciembre de 2014			Variación porcentual
	Total	Domésticas	Extranjeras	Total	Domésticas	Extranjeras	
Buenos Aires	103	97	6	101	95	6	-1,94
Boliviana	41	41	0	38	38	0	-7,32
BM&FBOVESPA	363	352	11	363	351	12	0,00
Santiago	306	227	79	307	230	77	0,33
Colombia	78	72	6	74	70	4	-5,13
Costa Rica	9	9	0	9	9	0	0,00
Guayaquil	45	45	0	48	48	0	6,67
Quito	47	47	0	49	49	0	4,26
El Salvador	114	63	51	119	67	52	4,39
BME	3245	3213	32	3452	3419	33	6,38
Mexicana	143	138	5	147	141	6	2,80
Panamá	28	23	5	30	30	0	7,14
Lima	271	212	59	263	211	52	-2,95
Euronext Lisboa	No disponible	No disponible	No disponible	61	57	4	1,67
Caracas	39	39	0	37	37	0	-5,13

Fuente: FIAB (2014)

Al realizar la comparación entre los mercados mundial e iberoamericano de bolsas de valores se observa una diferencia significativa en el monto de capital operado, tal como se evidencia en las siguientes tablas; además, se observa que el número de empresas listadas en Iberoamérica aún es muy bajo.

Tabla 10. Capitalización bursátil, diciembre de 2014: variación respecto a diciembre de 2013 en los países miembros de la Federación Mundial de Bolsas (WFE)

Millones de US\$

Exchange	2014 December	% change/ Dec 13 (in USD)	% change / Dec 13 (in local cur)	Exchange	2014 December	% change / Dec 13 (in USD)	% change / Dec 13 (in local cur)
Americas				Europe - Africa - Middle East			
Bermuda SE	1 601,5	9,2%	9,2%	Abu Dhabi SE	113 740,0	3,7%	3,7%
BM&FBOVESPA	843 894,2	-17,3%	-6,8%	Amman SE	25 554,9	-0,8%	-0,8%
Buenos Aires SE	60 142,0	13,3%	47,1%	Athens Exchange	55 154,3	-33,2%	-24,0%
Colombia SE	146 745,7	-27,6%	-10,9%	BME Spanish E	992 913,6	-11,1%	1,3%
Lima SE	78 839,9	-2,6%	3,6%	Borsa Istanbul	219 762,6	12,3%	22,2%
Mexican E	480 245,3	-8,7%	2,7%	Budapest SE	14 513,3	-26,7%	-11,3%
NASDAQ OMX	6 979 172,0	14,7%	14,7%	Casablanca SE	52 746,8	-2,0%	8,8%
NYSE	19 351 417,2	7,8%	7,8%	Cyprus SE	4 031,0	91,5%	118,1%
Santiago SE	233 245,5	-12,0%	1,6%	Deutsche Börse	1 738 539,1	-10,2%	2,3%
TMX Group	2 093 696,8	-1,0%	8,0%	Dubai Financial	87 858,9	-	-
Total region	30 269 000,0	7,0%		Egyptian E	70 083,7	13,7%	17,0%
Asia - Pacific				Euronext	3 319 062,2	-7,4%	5,5%
Australian SE	1 288 708,3	-5,7%	3,1%	Irish SE	143 465,8	-15,7%	-4,0%
BSE India	1 558 299,7	36,8%	39,6%	Johannesburg SE	933 930,7	-0,9%	9,4%
Bursa Malaysia	459 004,4	-8,3%	-2,1%	Kazakhstan SE	22 973,4	-12,4%	3,6%
Colombo S. E.	23 665,1	25,8%	26,2%	Ljubljana SE	7 519,4	5,5%	20,1%
GreTai Securities	84 822,5	8,7%	15,3%	Luxembourg SE	63 167,5	-19,7%	-8,5%
HoChiMinh SE	46 067,0	15,0%	16,6%	Malta SE	3 641,7	-	-
Hong Kong E.	3 233 030,6	4,3%	4,3%	Mauritius SE	8 751,0	-2,1%	3,4%
Indonesia S. E.	422 127,0	21,8%	23,9%	Moscow Exchange	385 926,7	-49,9%	-8,6%
Japan E	NA	-	-	Muscat Securities	37 830,5	2,9%	2,9%
Japan E	4 377 994,4	-3,6%	9,9%	NASDAQ OMX	1 196 725,4	-5,7%	7,4%
Korea E	1 212 759,5	-1,8%	2,3%	Oslo Bors	219 369,7	-17,3%	2,2%
National SE India	1 520 925,1	36,7%	39,5%	Qatar Stock E	185 860,3	21,8%	21,8%
New Zealand E	74 415,7	12,8%	18,8%	Saudi Stock E	483 115,5	3,4%	3,4%
Philippine SE	261 840,7	20,5%	21,4%	SIX Swiss E	1 495 314,2	-2,9%	8,4%
Shanghai SE	3 932 527,7	57,5%	61,4%	Tel Aviv SE	200 525,0	-1,4%	10,6%
Shenzhen SE	2 072 420,0	42,7%	46,3%	Wiener Börse	96 790,3	-17,7%	-6,3%
Singapore E	752 831,0	1,1%	6,1%	Total region	12 178 867,4	-8,7%	
Taiwan SE Corp.	850 943,1	3,4%	9,7%				
The SE of Thailand	430 426,6	21,5%	21,6%				
Total región	21 081 883,2	13,8%					

SE - Stock Exchange

E - Exchange

WFE Total	63 529 750,7	5,6%
------------------	---------------------	-------------

Fuente: WFE (2014)

Tabla 11. Número de Sociedades Listadas

Exchange	December			% change / Dec 13
	Total	Domestic co's	Foreign co's	
Americas				
Bermuda SE	72,0	14	58	-
BM&FBOVESPA	363,0	351	12	0,0%
Buenos Aires SE	101,0	95	6	-1,9%
Colombia SE	74,0	70	4	-5,1%
Lima SE	263,0	211	52	-3,0%
Mexican E	147,0	141	6	2,8%
NASDAQ OMX	2 782,0	2430	352	5,5%
NYSE	2 466,0	1939	527	4,0%
Santiago SE	307,0	230	77	0,3%
TMX Group	3 761,0	3691	70	-3,2%
	10			
Total region	336,0			1,0%
Asia - Pacific				
Australian SE	2 073,0	1 967,0	106,0	0,9%
BSE India	5 542,0	5 541,0	1,0	4,7%
Bursa Malaysia	905,0	895,0	10,0	-0,5%
Colombo S. E.	294,0	294,0	NA	1,7%
GreTai Securities	685,0	658,0	27,0	4,1%
HoChiMinh SE	305,0	305,0	NA	1,3%
Hong Kong E.	1 752,0	1 661,0	91,0	6,6%
Indonesia S. E.	506,0	506,0	0,0	4,8%
Japan E	NA	NA	NA	-
Japan E	3 470,0	3 458,0	12,0	1,5%
Korea E	1 864,0	1 849,0	15,0	2,8%
National SE India	1 708,0	1 707,0	1,0	1,7%
New Zealand E	174,0	154,0	20,0	4,8%
Philippine SE	263,0	260,0	3,0	2,3%
Shanghai SE	995,0	995,0	NA	4,4%
Shenzhen SE	1 618,0	1 618,0	NA	5,3%
Singapore E	775,0	484,0	291,0	-0,1%
Taiwan SE Corp.	880,0	813,0	67,0	1,6%
The SE of Thailand	613,0	613,0	NA	5,0%
	24			
Total region	422,0			3,1%

SE - Stock Exchange

E - Exchange

Fuente: WFE (2014)

Exchange	December			% change / Dec 13
	Total	Domestic co's	Foreign co's	
Europe - Africa - Middle East				
Abu Dhabi SE	65,0	62,0	3,0	0,0%
Amman SE	236,0	236,0	0,0	-1,3%
Athens Exchange	244,0	240,0	4,0	-2,8%
BME Spanish E	3 452,0	3 419,0	33,0	6,4%
Borsa Istanbul	227,0	226,0	1,0	-3,8%
Budapest SE	48,0	48,0	0,0	-4,0%
Casablanca SE	75,0	74,0	1,0	-1,3%
Cyprus SE	94,0	94,0	0,0	-1,1%
Deutsche Börse	670,0	595,0	75,0	-6,9%
Dubai Financial	58,0	NA	NA	-
Egyptian E	247,0	246,0	1,0	4,7%
Euronext	1 055,0	935,0	120,0	-0,7%
Irish SE	52,0	43,0	9,0	4,0%
Johannesburg SE	380,0	322,0	58,0	1,3%
Kazakhstan SE	76,0	68,0	8,0	-5,0%
Ljubljana SE	51,0	51,0	0,0	-7,3%
Luxembourg SE	220,0	25,0	195,0	-19,7%
Malta SE	0,0	0,0	0,0	-
Mauritius SE	67,0	66,0	1,0	4,7%
Moscow E	257,0	254,0	3,0	-1,9%
Muscat Securities	117,0	117,0	NA	0,9%
NASDAQ OMX				
Nor	787,0	757,0	30,0	4,2%
Oslo Børs	220,0	173,0	47,0	1,9%
Qatar Stock E	43,0	43,0	NA	-
Saudi Stock E	169,0	169,0	NA	3,7%
SIX Swiss E	276,0	240,0	36,0	1,5%
Tel Aviv SE	473,0	458,0	15,0	-6,9%
Wiener Börse	99,0	82,0	17,0	-2,9%
Total region	9 758,0			0,9%

WFE Total	44 516,0	2,2%
------------------	-----------------	-------------

De acuerdo con lo anterior, las bolsas con las cuales es factible comparar a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y considerar posibles aliados o competidores más cercanos son:

Bolsa de Valores, Mercancías y Futuros de São Paulo (BM&F). La Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) fue creada en 1890. En el año 2008 se fusionó con la Bolsa de

Mercaderías y Futuros (BM&F) y formó con ella el mercado financiero más grande de Latinoamérica.

Bolsas y Mercados Españoles (BME). Operador de los mercados de valores y sistemas financieros en España; lo componen las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, Latibex (mercado para valores latinoamericanos), Sociedad de Bolsas, MEFF AIAF SENAF Holding de Mercados Financieros, Iberclear, Mercado Alternativo Bursátil (MAB), entre otras entidades. BME cotiza en bolsa desde el 2006 y forma parte del índice IBEX 35.

Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Segunda bolsa más importante de Latinoamérica, después de São Paulo. Es una organización privada regida por la ley del mercado de valores, bajo la concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México. A partir del 21 de enero de 2015, la Bolsa Mexicana de Valores hace parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Esta incorporación convertirá al MILA en el mercado bursátil más grande de América Latina.

Bolsa de Comercio de Santiago (BCS). Fue creada en 1893 y es el principal centro de operaciones bursátiles de Chile. Fue miembro fundador de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB) en 1973.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Creada en 1854, es una asociación civil sin fines de lucro. Su función principal es la operación como centro financiero de Argentina. La BCBA hace parte del Grupo de los Ocho en Argentina, junto con la Sociedad Rural Argentina, la Unión Industrial Argentina, la Cámara Argentina de Comercio, la Cámara de la Construcción, la Bolsa de Comercio, la Asociación de Bancos Privados de Capital Argentino (ADEBA) y la Asociación de Bancos de la Argentina (ABA).

Bolsa de Valores de Lima (BVL). Sociedad anónima cuyo objetivo principal es facilitar la negociación de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva y que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la sociedad, conforme a lo establecido en la ley del mercado de valores y sus normas complementarias o reglamentarias en Perú.

Análisis FODA

A continuación se relaciona la matriz FODA de la compañía.

Tabla 12. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Integración de la bolsa de valores de Colombia con las bolsas de Chile, Perú y México • Única bolsa de valores en el mundo certificada en compras y 	<ul style="list-style-type: none"> • Alto interés de intermediarios e inversionistas en la realización de operaciones con futuros en Colombia

<p>adquisiciones por el Charter Institute of Purchasing and Supply</p> <ul style="list-style-type: none"> • La BVC es una de las primeras compañías colombianas que adoptó las normas internacionales NIIF • La BVC y las firmas comisionistas cuentan con diversas plataformas de negociación y servicios complementarios a los inversionistas que agregan transparencia, dinamismo y liquidez • Cuenta con grupos de contraparte para limitar la exposición de los emisores en forma individual y por grupos económicos • La estrategia de diversificación de productos y servicios con la adquisición de diferentes compañías le han permitido a la BVC mantener la estabilidad del negocio. 	<ul style="list-style-type: none"> • Realización de inversiones en moneda extranjera • Integración de la bolsa de valores de México al MILA y alianzas estratégicas con el fin de aumentar su participación en el mercado • Colombia sigue siendo un país atractivo para invertir: <ol style="list-style-type: none"> a) Las perspectivas de crecimiento de la economía están por encima de las de crecimiento económico total de América Latina y el Caribe b) La expectativa de crecimiento de la inflación, es de las más bajas de América Latina c) En el 2014 Moody's Investor Services incrementó la calificación de largo plazo en moneda extranjera de Colombia de Baa3 a Baa2 y la de corto plazo de P-3 a P-2
<p style="text-align: center;">DEBILIDADES</p>	<p style="text-align: center;">AMENAZAS</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Falta de confianza de los inversionistas debido al colapso de interbolsa • Poco desarrollo de inversiones en moneda extranjera en su portafolio • Las inversiones de su portafolio se encuentran concentradas en instrumentos de renta fija. • La BVC ha tenido un pobre desempeño en el MILA dado que no ha logrado una buena dinámica de negociación de títulos • La BVC disminuyó su capitalización bursátil y las operaciones de renta fija y renta variable han disminuido en los últimos años 	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad de los mercados nacional e internacional: <ol style="list-style-type: none"> a) Caída de los precios del petróleo b) Devaluación de las monedas latinoamericanas c) Volatilidad de las tasas de interés • Desinversión en mercados emergentes; los inversionistas buscan la moneda más fuerte • Percepción de corrupción alta en el país (LAVCA Scorecard, 2014), punto desfavorable para la inversión de fondos de capital privado • Colombia invierte sólo el 0,2% y el 1% del PIB en ciencia, tecnología e innovación. • Infraestructura vial de Colombia poco competitiva

Fuente: equipo de valoración de BVC

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Bolsa de Valores de Colombia presenta, según sus estatutos, la siguiente estructura:

- Asamblea general de accionistas
- Consejo directivo y Comités del consejo
- Representantes legales
- Revisoría fiscal

La Asamblea general de accionistas es la suprema autoridad de la sociedad y está constituida por los representantes de las acciones suscritas; se reúne de conformidad con la ley y los estatutos.

El Consejo directivo es el órgano al cual le competen el cumplimiento de tareas estratégicas, la organización, la maximización del valor y la rentabilidad de la sociedad en interés de los accionistas. A continuación se detallan las personas que conforman el equipo directivo de la BVC y los miembros del Consejo directivo.

Tabla 13. Miembros del equipo directivo de BVC

Nombre	Cargo
Juan Pablo Córdoba Garcés	Presidente
Alberto Velandia Rodríguez	Vicepresidente Jurídico y Secretario General
Mauricio Mosseri Estrada	Vicepresidente Corporativo
Ángela Valderrama Guzmán	Vicepresidente Mercadeo y Producto
Jitendra Puri	Vicepresidente de Tecnología
Javier Díaz Fajardo	Vicepresidente Comercial
Celso Guevara Cruz	Gerente Operaciones y Servicio al Cliente
Diego Felipe Trujillo Vargas	Gerente Mercadeo - Derivados
Myriam Robayo Carrillo	Directora operaciones especiales
William Armando Medellín Montenegro	Gerente de Planeación y Finanzas

Fuente: equipo de valoración de BVC con base en BVC (2014)

Los miembros del equipo directivo de la BVC cuentan con amplia experiencia en grandes empresas e instituciones nacionales e internacionales, muy ligadas al sector financiero, y han desempeñado cargos financieros y de planeación, lo que se constituye en una ventaja competitiva para la entidad. El presidente fue director de FOGAFIN, economista del FMI y del BID y director general de Crédito Público del Ministerio de Hacienda; el vicepresidente jurídico fue director jurídico de Bancoldex y de la Superintendencia Bancaria de Colombia; el vicepresidente corporativo fue director de Inteligencia de Mercados y Clientes de General Electric Capital, en Frankfurt, Alemania, y gerente comercial de Ternium, en Italia, entre otros cargos; la vicepresidente de Mercadeo y Producto fue subdirectora de Análisis y Riesgos de FOGAFIN y consultora de ECOPETROL e ISA, por citar algunos ejemplos ilustrativos.

Todos los miembros del equipo directivo cuentan con estudios de posgrado relacionados con economía, finanzas, estadística y matemáticas, lo que hace que sea interdisciplinario y competente para ocupar los cargos actuales, lo mismo que para administrar y dirigir tanto las operaciones como la estrategia corporativa de la compañía.

En cuanto al Consejo directivo de la Bolsa de Valores de Colombia, está conformado por trece miembros principales, de los cuales por lo menos siete deben tener condición de independientes.

Miembros independientes

Sergio Clavijo Vergara
Julián Domínguez Rivera
Carlos Eduardo Jaimes Jaimes
Javier Jaramillo Velásquez
Roberto Junguito Bonnet
Santiago Montenegro Trujillo
Juan Camilo Vallejo Arango

Miembros dependientes

Mauricio Rosillo Rojas
Aura Marleny Arcila Giraldo
Germán Salazar Castro
Rafael Aparicio Escallón
Diego Jiménez Posada
Juan Luis Franco Arroyave

Todo el equipo cuenta con amplia experiencia en diferentes campos, lo que hace de verdad enriquecedor el Consejo directivo; además, provienen de diferentes profesiones que sirven de complemento para el aporte de ideas y nuevas estrategias para el desarrollo de las actividades de la BVC. Es importante resaltar que los miembros del Consejo directivo de la entidad son ejecutivos con excelente reputación y reconocimiento. Con el fin de asegurar su imparcialidad e independencia, ninguno tiene vínculo comercial o laboral con la compañía ni con sus filiales.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de la Bolsa de Valores de Colombia se transa en la BVC y es de media bursatilidad (ver tabla 17), con una libre flotación del 70%. Su participación en el índice COLCAP fue del 0,269% en el cuarto trimestre del año 2014. La BVC al día 31 de diciembre de 2014 ocupó el quinto lugar en la clasificación de empresas por capitalización bursátil de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB, 2014), con un valor de 146.745,68 millones de dólares.

Tabla 14. 20 Principales accionistas de la BVC

No.	ACCIONISTAS	% ACCIONES
1	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	9,5759%
2	UNIVERSIDAD DE MEDELLIN	6,7084%
3	KUROTO FUND LP	4,6181%
4	INVERSIONES CFNS S.A.S.	4,3200%
5	BANCARD INTERNATIONAL INVESTMENT INC	3,9450%
6	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	3,5464%
7	FDO FIDELITY INV.TRUST LATIN AMERICA FUND	3,4323%
8	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	3,3634%
9	BMO INVESTMENTS II (IRELAND) PCL	3,3096%
10	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	2,9973%
11	VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA S A	2,9091%
12	FUNDACION FDI - GIP PACIFICO	2,1524%
13	FINDLAY PARK LATIN AMERICAN FUND	2,1422%
14	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	1,7797%
15	BANCA DE INVERSION BANCOLOMBIA S.A CORP FINANCIERA	1,7793%
16	LONDOÑO Y RESTREPO S.A.	1,6824%
17	CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S.A.	1,4435%
18	BBVA VALORES COLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	1,4143%
19	CITIVALORES S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	1,4143%
20	FONDO DE CESANTIAS PORVENIR	1,3637%

Fuente: BVC (2015)

Al cierre del año 2014, la bolsa contaba con 1.494 accionistas, sobre un total de 18.672.822.217 acciones, las cuales se distribuyeron de la siguiente manera:

Tabla 15. Distribución de acciones de BVC

DISTRIBUCIÓN DE ACCIONISTAS		
DICIEMBRE 2014	NO. DE ACCIONISTAS	% ACCIONES
MENOS DE 1%	1.472	34,01%
ENTRE 1% -5%	20	49,71%
ENTRE 5% -10%	2	16,28%
TOTAL	1.494	100%

Fuente: BVC (2015)

Política de distribución de utilidades. Dividendos

La política de distribución de utilidades de la Bolsa de Valores de Colombia se encuentra consignada en sus estatutos, en el capítulo IV, estados financieros, artículo 66, distribución de utilidades, en donde se menciona que las utilidades obtenidas en cada ejercicio las distribuirá la Asamblea General con sujeción a las siguientes reglas:

a. Con el diez por ciento de utilidades líquidas de cada ejercicio se constituirá una reserva legal que ascenderá por lo menos al cincuenta por ciento del capital suscrito; cuando esta reserva llegue al cincuenta por ciento mencionado, la sociedad no tendrá obligación de continuar llevando a esta cuenta el diez por ciento de las utilidades líquidas, pero si disminuyere, volverá a apropiarse el mismo diez por ciento de tales utilidades hasta cuando la reserva llegue de nuevo al límite fijado;

b. Hechas las reservas legales y ocasionales, el remanente se distribuirá entre los accionistas. El pago del dividendo se hará en dinero efectivo, en las épocas que acuerde la Asamblea al decretarlo y a quien tenga la calidad de accionista al tiempo de hacerse exigible cada pago. No obstante, podrá pagarse el dividendo en forma de acciones liberadas de la sociedad, si así lo dispone la Asamblea con el voto favorable del ochenta por ciento de las acciones representadas. A falta de esta mayoría, solo podrán entregarse tales acciones a título de dividendo a los accionistas que así lo acepten;

c. La distribución de utilidades la aprobará la Asamblea con el voto favorable de un número plural de accionistas que representen, cuando menos, el setenta y ocho por ciento de las acciones representadas en la reunión. Cuando no se obtenga tal mayoría deberá distribuirse por lo menos el cincuenta por ciento de las utilidades líquidas o del saldo de las mismas, si se tuvieren que enjugar pérdidas de ejercicios anteriores;

d. Si la suma de la reserva legal y ocasional excediere del ciento por ciento del capital suscrito, el porcentaje de utilidades líquidas que deberá repartir la sociedad, conforme al literal que antecede, se elevará al setenta por ciento;

e. El saldo crédito neto de la cuenta de resultados "ajustes por inflación-corrección monetaria" no será susceptible de distribuirse de manera total o parcial como dividendo en dinero.

La Asamblea General de Accionistas, en reunión que se celebra en los primeros tres meses del año, determina la distribución de utilidades para el año inmediatamente anterior.

Para la distribución de dividendos del año 2013 se estableció la siguiente política

Tabla 16. Política de distribución de dividendos

Bolsa de Valores de Colombia S.A		\$ Pesos
Proyecto de distribución de utilidades a diciembre 31 de 2013		
Utilidad bruta antes de impuesto de renta		29.605.228.574
Menos		
Impuesto de renta y complementarios		6.589.977.114
Impuesto de renta para la equidad - CREE		2.204.698.713
Utilidad Neta del Ejercicio		20.810.552.747
Más		
Liberación reserva Decreto 2336 de 1995 - Corresponde a las utilidades generadas por la aplicación de sistemas especiales de valoración a precios de mercado de acuerdo con el artículo 1 del Decreto 2336 de 1995.		1.255.962.118
Liberación de reservas		4.495.186.157
Utilidad antes de reservas obligatorias		26.561.701.022
Menos		
Reserva legal (La Empresa tiene 50% del capital en reserva legal)		0
Reserva Decreto 2336 de 1995		46.293.474
Utilidad antes de reservas ocasionales		26.515.407.548
Total utilidades a distribuir		26.515.407.548
Dividendo ordinario	0,78	14.567.386.923
Dividendo extraordinario	0,64	11.948.020.625
Total a distribuir en efectivo		26.515.407.548
		127,41%
Número de acciones en circulación		18.672.822.217
Dividendo por acción		1,42

Fuente: BVC (2014)

Los dividendos se pagan a quien tenga calidad de accionista en el momento de hacerse exigible el pago, de acuerdo con el artículo 455 del Código de Comercio. Los dividendos para el año 2013 se consideran, para los accionistas, como ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional.

Tabla 17. Índice de bursatilidad accionario

Código del título valor	Nombre del título valor	Clasificación	Valor del indicador
COC04PAAO008	AO ECOPEPETROL S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	1,000,000
CAC12PAAO000	AO PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	IBA ALTA BURSATILIDAD	953,226
COB07PAAD015	ADP BANCOLOMBIA S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	952,614
COT29PAAD012	ADP GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES	IBA ALTA BURSATILIDAD	921,130
CAC13PAAO008	AO CANACOL ENERGY LTD	IBA ALTA BURSATILIDAD	919,773
COT13PAAO004	AO GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	860,242

COB51PAAD096	ADP SIN DERECHO A VOTO BANCO DAVIVIEDNA	IBA ALTA BURSATILIDAD	853,425
PAI69PAAD005	ADP AVIANCATACA HOLDING S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	850,030
COD38PAAD115	ADP SIN DERECHO A VOTO CEMENTOS ARGOS S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	849,853
COT09PAAO003	AO GRUPO ARGOS S. A	IBA ALTA BURSATILIDAD	845,732
COT13PAAD031	ADP GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	843,149
EST01PAAO007	AO CEMEXLATAM HOLDINGS S.A.U	IBA ALTA BURSATILIDAD	840,477
COG31PAAO003	AO ALMACENES EXITO S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	837,928
COT04PAAO003	AO GRUPO NUTRESA S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	829,415
COD38PAAO005	AO CEMENTOS ARGOS S.A	IBA ALTA BURSATILIDAD	827,062
COJ12PAAO007	AO CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	IBA ALTA BURSATILIDAD	821,565
COE16PAAO009	AO ISAGEN S.A. E.S.P.	IBA ALTA BURSATILIDAD	819,392
COE15PAAO001	AO INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	IBA ALTA BURSATILIDAD	816,223
COT09PAAD006	ADP GRUPO ARGOS S.A	IBA ALTA BURSATILIDAD	815,404
COB07PAAO012	AO BANCOLOMBIA	IBA ALTA BURSATILIDAD	806,211
COT60PAAO005	AO CELSIA S.A. E.S.P.	IBA ALTA BURSATILIDAD	790,211
COE01PAAO018	AO EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	IBA ALTA BURSATILIDAD	766,827
COB01PAAO006	AO BANCO DE BOGOTA	IBA ALTA BURSATILIDAD	746,786
COT29PAAO001	AO GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	709,096
COI13PAAO007	AO EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. ESP	IBA MEDIA BURSATILIDAD	699,917
COR01PAAO011	AO BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	699,194
COG20PAAO006	AO ORGANIZACION TERPEL S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	691,207
COF02PAAO006	AO CONCONCRETO S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	630,797
COT40PAAO007	AO VALOREM S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	621,393
COC07PAAO002	AO MINEROS S.A.	IBA MEDIA BURSATILIDAD	612,123

Nota: fecha del reporte: 31 de diciembre de 2014

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

Factores macroeconómicos

PIB

En el año 2014 el crecimiento de la economía colombiana fue de 4.60%, menor que el proyectado por el Banco de la República de 4.80%. De acuerdo con la encuesta realizada en el mes de agosto por el Banco de la República (2015) sobre las expectativas de analistas económicos, los analistas prevén que para el cierre del año 2015 el PIB será de 3,07%.

Inflación

La inflación en 2013 cerró en 1,94% y en 2014 cerró en 3,66%. Para el cierre del año 2015 el Banco de la República (2014) estableció como meta de inflación el 3%, con un rango de un punto por encima o por debajo, sin embargo la inflación anual para el mes de julio de 2015 es de 4,46% y existe una expectativa de cierre ajustada para el año 2015 de 4,17%

Tipo de cambio

La moneda Colombiana se ha venido devaluando considerablemente en el año 2015; la tasa de cambio el 31 de diciembre de 2014 fue de 2.392,46 pesos mientras que para el 13 de agosto de 2015 fue de 2.937,63 pesos. De acuerdo con la encuesta realizada en el mes de agosto por el Banco de la República (2015) sobre las expectativas de analistas económicos, los analistas prevén que para el cierre del año 2015 la tasa de cambio oscilará entre los 2.425,00 y 3.100,00 pesos, con un valor promedio de 2.765,48 pesos.

Tasas de interés

El Banco de la República inició una política de incrementar la tasa de interés debido a que la inflación anual para el consumidor estuvo por encima de lo esperado, puesto que se aproximó a la meta postulada para el año 2014. El primer semestre de 2015 la tasa fue de 4,5% y se espera que para el segundo semestre de 2015 la Junta Directiva del Banco de la República mantenga la tasa de interés de intervención en el mismo valor.

En la publicación (20 de enero 2015) del Fondo Monetario Internacional sobre perspectivas de la economía mundial, se provee un crecimiento para las economías emergentes de 4,3% en 2015 y 4,7% en 2016, con una proyección no tan positiva como se había previsto en 2014, debido sobre todo a tres factores:

- Disminución del crecimiento de China, con menores inversiones respecto al año 2014.
- Caída de los precios del petróleo y el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Rusia.
- Baja del crecimiento potencial de los exportadores de materias primas: en economías emergentes y en desarrollo, que son exportadoras de materias primas, la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas en los términos de intercambio y los ingresos reales causarán un daño mayor en el crecimiento a mediano plazo. El FMI (2015) ha recortado la proyección de crecimiento de América Latina y el Caribe a 1,3% en 2015 y 2,3% en 2016.

En la tabla 18 se visualiza el Panorama de las proyecciones de perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (2015).

Otro reporte relevante sobre perspectivas económicas mundiales fue publicado en el mes de enero de 2015 por el Banco Mundial; entre lo más relevante mencionado en el documento están la inestabilidad de los mercados financieros y el riesgo iliquidez que podría afectar la emisión de bonos en los mercados de capitales de los países emergentes; fuera de lo que acaba de mencionarse, el comercio mundial podría debilitarse en el caso de un prolongado período de estancamiento en la zona del euro o en Japón.

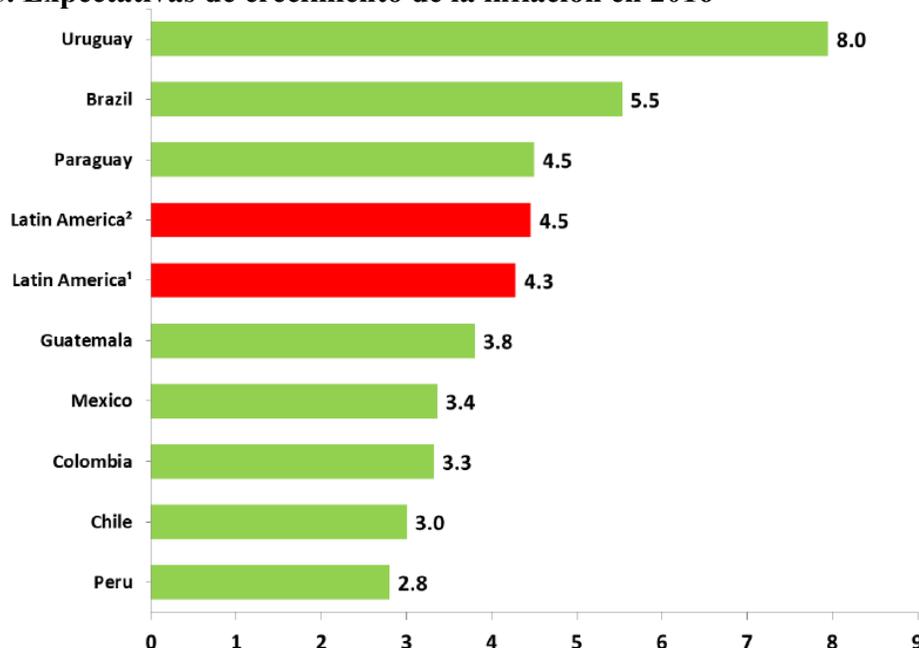
A más de lo anterior, otro aspecto que puede afectar a los países en desarrollo es la contracción del financiamiento global, que podría reducir los flujos de capital y derivar en depreciaciones adicionales de las monedas, por lo que los bancos centrales deberán tomar medidas en sus políticas monetarias para estabilizar la inflación y las monedas o mejorar la estabilidad del sistema financiero.

Tabla 18. Panorama de las proyecciones de perspectivas de la economía mundial

	2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016
Producto mundial 1/	3,3	3,3	3,5	3,7
Economías avanzadas	1,3	1,8	2,4	2,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo 3/	4,7	4,4	4,3	4,7
África subsahariana	5,2	4,8	4,9	5,2
Nigeria	5,4	6,1	4,8	5,2
Sudáfrica	2,2	1,4	2,1	2,5
América Latina y el Caribe	2,8	1,2	1,3	2,3
Brasil	2,5	0,1	0,3	1,5
México	1,4	2,1	3,2	3,5
Comunidad de Estados Independientes	2,2	0,9	-1,4	0,8
Rusia	1,3	0,6	-3,0	-1,0
Excluido Rusia	4,3	1,5	2,4	4,4
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,6	6,5	6,4	6,2
China	7,8	7,4	6,8	6,3
India 4/	5,0	5,8	6,3	6,5
ASEAN-5 5/	5,2	4,5	5,2	5,3
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	2,8	2,7	2,9	3,1
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,2	2,8	3,3	3,9
Arabia Saudita 6/	2,7	3,6	2,8	2,7
Partida informativa				
Países en desarrollo de bajo ingreso	6,1	5,9	5,9	6,1
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,5	2,6	3,0	3,2
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	3,4	3,1	3,8	5,3
Importaciones (bienes y servicios)				
Economías avanzadas	2,0	3,0	3,7	4,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,5	3,6	3,2	6,1
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)				
Petróleo 7/	-0,9	-7,5	-41,1	12,6
No combustibles	-1,2	-4,0	-9,3	-0,7
Precios al consumidor				
Economías avanzadas	1,4	1,4	1,0	1,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo 3/	5,9	5,4	5,7	5,4
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)				
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,4	0,3	0,7	1,9
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,2	0,2	0,0	0,1
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,2	0,2	0,1	0,1

Fuente: FMI (2015)

En el mes de julio de 2015, el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) publicó el boletín No. 53 de REVELA (Revelación de Expectativas en Latinoamérica), el cual recopila datos de las encuestas de expectativas de ocho bancos centrales de América Latina que tienen regímenes de metas de inflación. Las expectativas son las siguientes:

Gráfico 5. Expectativas de crecimiento de la inflación en 2016

Fuente: BID (2015)

ENTIDADES QUE REGULAN EL SECTOR FINANCIERO

La regulación del mercado de valores está a cargo de tres entidades:

- El Congreso de la República, que expide leyes marco del mercado de valores.
- El Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que expide regulaciones que concretan las normas generales de las leyes marco de valores.
- La Superintendencia Financiera de Colombia, con instrucciones sobre el cumplimiento de las normas emitidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

DETERMINANTES DEL PRECIO

En el mercado de valores existen diferentes variables que impactan los precios del mercado como la inflación, las tasas de interés, las tasas de cambio, la calificación crediticia, el riesgo de falta de pago (*default*) y los dividendos ofrecidos por las compañías. Además de los anteriores existen otros factores determinantes en la formación de los precios del mercado, como los resultados económicos (fundamentales) de las empresas, los rendimientos de los índices bursátiles y otros no tan fáciles de cuantificar, como las expectativas de los participantes del mercado, el impacto de las políticas económicas, la estabilidad política en los países desarrollados o en vía de desarrollo y, en general, todos aquellos eventos predecibles y no predecibles en el entorno en que se desenvuelve una empresa.

RIESGOS DE INVERSIÓN

De mercado. La acción de la BVC, tal como cualquiera otra que se cotiza en el mercado de valores, posee un riesgo inherente de mercado debido a la volatilidad que manejan las acciones en la bolsa, dependiendo de la especulación y del grado de confianza que sienta la gente para realizar una inversión.

De confianza del inversionista. Un aspecto clave para el desarrollo del mercado de valores es la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, que se reflejará en las calificaciones del riesgo de país y en el grado de inversión realizada. Es muy importante que el desarrollo económico del país se muestre interesante, con el fin de brindar la confianza necesaria a los inversionistas.

Legal o de regulación. El mercado de valores opera en un sector regulado e intervenido en alto grado por el Gobierno, lo cual puede ser un factor de riesgo. Sin embargo, debido a la importancia de la bolsa de valores en la economía del país, las operaciones han sido apoyadas por el Gobierno para que pueda desarrollarse el mercado de valores.

Riesgo sistémico de mercado. El mercado bursátil posee un alto riesgo sistémico de mercado, ya que un mejoramiento en las condiciones internacionales puede llevar a los inversionistas extranjeros a dejar de invertir en Colombia. De igual forma, una crisis internacional o un caso como el ocurrido con Interbolsa llevarían a una disminución del volumen de inversión y al incremento de la aversión a la inversión en el mercado de capitales.

¿CÓMO SE MITIGAN LOS RIESGOS?

Riesgo legal o de regulación. La BVC atenúa este riesgo a través del cumplimiento de toda la regulación establecida.

Riesgo de la confianza del inversionista. La Bolsa de Valores de Colombia ha desarrollado programas de capacitación a los inversionistas, con el fin de que conozcan la forma de invertir. Además, con la integración del MILA y su última vinculación a la iniciativa de Bolsas de Valores Sostenibles de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), da un parte de confianza a los inversionistas acerca de su estabilidad y de su visión de sostenibilidad en el futuro.

Riesgo sistémico de mercado. Los entes regulatorios están desarrollando nuevas medidas como trabajar más en la educación de los inversionistas, ampliar la supervisión a las *holdings* financieras y fortalecer los esquemas de gobierno corporativo de los emisores, así como también revisar el esquema de autorregulación del mercado, para evitar que se presenten situaciones como la ocurrida con Interbolsa; sin embargo, frente a situaciones de mercado, como crisis o mejoramiento de situaciones económicas de otros países, no pueden mitigárselos riesgos sino solo generar estrategias de retención de capitales, con mejores condiciones.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Para los ingresos operacionales se discriminó el tipo de ingreso y se realizaron proyecciones diferentes para cada uno de ellos, así: para renta fija, debido a la tendencia a la baja en los últimos años, se decidió proyectar una disminución leve en los próximos años. En renta variable, debido al desplome del precio del petróleo y la reducción de la inversión extranjera directa, se proyectó disminución; por su parte, en operaciones con divisas, derivados e Infovalmer, suscripción y venta de información se proyectó un incremento de acuerdo a la tendencia presentada en los últimos años.

Los gastos operacionales se estimaron con un crecimiento igual al del IPC proyectado, debido a que la BVC enfocó sus esfuerzos en la disminución de los costos para el pequeño inversionista y la masificación, a través de la implementación de la negociación electrónica (*e-trading*); también ajustó su planta de personal, para mostrar un buen desempeño no por un incremento considerable en sus ingresos, sino a través de la disminución de sus gastos. Por tanto, pensamos que continuará con su proceso de mantener los gastos al mínimo posible.

Tabla 19. Proyección de ingresos

CONCEPTO	2010	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
INGRESOS OPERACIONALES	66.078.645	73.641.954	75.329.601	78.743.062	80.442.134	77.608.184	79.302.735	81.817.506	85.100.417	89.047.452
Variación (%)		11,45%	2,29%	4,53%	2,16%	-3,52%	2,18%	3,17%	4,01%	4,64%
Renta fija	16.517.753	14.168.081	12.789.587	11.147.087	10.395.517	9.990.092	9.795.285	9.699.781	9.747.067	9.842.101
Variación (%)		-14,23%	-9,73%	-12,84%	-6,74%	-3,90%	-1,95%	-0,98%	0,49%	0,98%
Renta variable	20.844.677	23.418.061	26.568.060	22.418.982	19.222.521	16.550.591	15.783.747	15.539.975	15.659.978	16.143.698
Variación (%)		12,35%	13,45%	-15,62%	-14,35%	-13,90%	-4,63%	-1,54%	0,77%	3,09%
Derivados	1.632.673	3.195.472	2.910.646	3.332.350	3.605.655	3.871.302	4.129.522	4.390.912	4.668.848	4.964.377
Variación (%)		95,72%	-8,91%	14,49%	15,70%	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%
OPCF	924.762				0	0	0	0	0	0
Variación (%)		-100,00%			0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terminales	3.618.213	3.048.928	3.190.220	2.719.465	2.644.104	2.588.578	2.534.218	2.480.999	2.428.898	2.377.891
Variación (%)		-15,73%	4,63%	-14,76%	-2,77%	-2,10%	-2,10%	-2,10%	-2,10%	-2,10%
SAE	507.513	1.058.708	1.501.442	1.371.877	1.586.542	1.654.763	1.725.918	1.800.133	1.877.538	1.958.272
Variación (%)		108,61%	41,82%	-8,63%	15,65%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%	4,30%
TTV S			21.476		0	0	0	0	0	0
Variación (%)				-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Operaciones de divisas			5.919.194	13.130.211	14.446.520	15.894.790	17.488.249	19.241.453	21.170.416	23.292.759
Variación (%)				121,82%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%
Infovalmer y venta de información	3.335.269	4.934.980	5.623.379	8.436.532	9.914.885	10.645.365	11.355.422	12.074.197	12.838.470	13.651.119
Variación (%)		47,96%	13,95%	50,03%	17,52%	7,37%	6,67%	6,33%	6,33%	6,33%
Inscripción y sostenimiento de	9.686.544	14.454.933	11.594.862	12.511.098	12.483.367	12.358.533	12.296.741	12.265.999	12.250.666	12.220.040
Variación (%)		49,23%	-19,79%	7,90%	-0,22%	-1,00%	-0,50%	-0,25%	-0,13%	-0,25%
Operaciones especiales	2.456.594	7.823.637	3.452.577	2.403.827	4.770.624	2.566.596	2.654.887	2.737.454	2.822.588	2.910.371
Variación (%)		218,47%	-55,87%	-30,38%	98,46%	-46,20%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Modificaciones - Anulaciones	613.763				0	0	0	0	0	0
Variación (%)		-100%			0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Educación	1.166.809	1.452.709	1.397.173	871.446	1.093.897	1.115.775	1.154.158	1.190.052	1.227.063	1.265.224
Variación (%)		24,50%	-3,82%	-37,63%	25,53%	2,00%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Otros ingresos operacionales	4.774.075	86.445	360.985	400.187	278.502	371.800	384.590	396.551	408.884	421.600
Variación (%)		-98%	318%	11%	-30%	33,50%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%

Fuente: equipo de valoración de BVC

Tabla 20. Proyección de gastos operacionales

CONCEPTO	2010	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
GASTOS OPERACIONALES	-37.415.162	-46.274.325	-50.180.762	-54.552.258	-51.590.596	-53.140.123	-55.112.724	-56.668.728	-57.372.223	-59.400.901
Variación (%)		23,68%	8,44%	8,71%	-5,43%	3,00%	3,71%	2,82%	1,24%	3,54%
Gastos de personal	17.961.968	21.672.211	22.330.237	28.495.735	25.880.945	26.960.180	27.887.611	28.754.915	29.649.193	30.571.283
Variación (%)		20,66%	3,04%	27,61%	-9,18%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Honorarios y comisiones	4.135.504	4.001.455	4.928.894	5.278.387	4.993.623	5.201.857	5.380.801	5.548.144	5.720.691	5.898.605
Variación (%)		-3,24%	23,18%	7,09%	-5,39%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Impuestos	1.909.616	2.679.495	2.693.432	2.645.537	2.741.360	2.855.675	2.953.910	3.045.777	3.140.500	3.238.170
Porcentaje sobre las ventas		40,32%	0,52%	-1,78%	3,62%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Arrendamientos	749.149	958.485	1.103.465	1.320.904	1.342.130	1.398.097	1.446.191	1.491.168	1.537.543	1.585.361
Variación (%)		27,94%	15,13%	19,71%	1,61%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Contribuciones y afiliaciones	388.307	631.701	667.068	716.459	707.080	736.565	761.903	785.598	810.030	835.222
Variación (%)		62,68%	5,60%	7,40%	-1,31%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Seguros	305.032	320.971	368.922	389.870	357.415	372.319	385.127	397.104	409.454	422.188
Variación (%)		5,23%	14,94%	5,68%	-8,32%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Servicios y mantenimiento	3.456.139	7.057.416	4.645.796	5.681.294	7.793.580	8.118.572	8.397.851	8.659.024	8.928.320	9.205.991
Variación (%)		104,20%	-34,17%	22,29%	37,18%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Divulgación y publicidad	1.279.647	1.815.606	1.337.799	1.408.365	1.896.376	1.975.455	2.043.411	2.106.961	2.172.487	2.240.051
Variación (%)		41,88%	-26,32%	5,27%	34,65%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Relaciones públicas	252.464	146.591	246.723	257.847	205.595	214.168	221.536	228.425	235.529	242.854
Variación (%)		-41,94%	68,31%	4,51%	-20,26%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Útiles, papelería y fotocopias	167.755	80.543	72.852	72.711	45.598	47.499	49.133	50.661	52.237	53.862
Variación (%)		-51,99%	-9,55%	-0,19%	-37,29%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Asambleas y simposios	74.905	109.372	157.181	109.146	123.083	128.216	132.626	136.751	141.004	145.389
Variación (%)		46%	44%	-31%	12,77%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Gastos legales	47.167	43.708	42.741	43.943	25.685	26.756	27.676	28.537	29.425	30.340
Variación (%)		-7,33%	-2,21%	2,81%	-41,55%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Mantenimiento y reparaciones	1.728.912	451.625	1.477.942	1.163.328	375.580	391.242	404.700	417.287	430.264	443.645
Variación (%)		-73,88%	227,25%	-21,29%	-67,72%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Adecuación e instalación	68.164	40.905	78.282	27.670	75.522	78.671	81.378	83.908	86.518	89.209
Variación (%)		-39,99%	91,38%	-64,65%	172,94%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Gastos de viaje	902.448	978.562	919.276	889.783	1.076.009	1.120.879	1.159.437	1.195.495	1.232.675	1.271.011
Variación (%)		8,43%	-6,06%	-3,21%	20,93%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Depreciaciones	1.710.385	1.801.641	1.729.775	1.720.584	1.753.629	2.157.000	2.294.738	2.179.171	1.104.071	1.297.481
Variación (%)		5,34%	-3,99%	-0,53%	1,92%	23,00%	6,39%	-5,04%	-49,34%	17,52%
Amortizaciones	1.946.353	2.930.468	6.074.838	3.739.236	1.583.830	717.830	823.566	878.112	989.390	1.105.489
Variación (%)		50,56%	107,30%	-38,45%	-57,64%	-54,68%	14,73%	6,62%	12,67%	11,73%
Diversos	258.200	336.913	370.505	515.855	502.762	523.727	541.743	558.592	575.964	593.876
Variación (%)		30,49%	9,97%	39,23%	-2,54%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%
Provisiones	73.047	216.657	935.034	75.604	110.794	115.414	119.384	123.097	126.926	130.873
Variación (%)		196,60%	331,57%	-91,91%	46,55%	4,17%	3,44%	3,11%	3,11%	3,11%

Fuente: equipo de valoración de BVC

Supuestos de inversión

Para las inversiones se tuvo en cuenta la renovación tecnológica que requiere la BVC y se estimó su crecimiento en el cambio de los equipos de cómputo.

Hipótesis financieras

Con base en los datos históricos de la compañía, se estima que la BVC continuará con su esquema de no manejar deuda financiera.

Impuestos

Al tener en cuenta que la gran mayoría de operaciones se realizan en Colombia, se proyectó el impuesto de renta con una tasa nominal del 25%, más el impuesto de renta para la equidad (CREE) del 9%. También se tuvo en cuenta la sobretasa al CREE, la cual se definió en el 5% para el año 2015, 6% para 2016, 8% para 2017 y 9% para 2018.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Banco de la República (2015, agosto). *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos, resultados mensuales, agosto de 2015*. Recuperado el 8 de agosto de 2015, de: <http://www.banrep.org/es/resultados-mensuales-expectativas-analistas-economicos>

Bloomberg L.P (2015) *Mercado, gráfico de cotizaciones BVC: CB*, Recuperado el 13 de agosto de 2015, de: <http://www.bloomberg.com/quote/BVC:CB>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2012, 4 de abril). *Estados Financieros Consolidados en COLGAAP BVC 2011*. Recuperado el 29 de octubre de 2014, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2013, 29 de noviembre). *Estados Financieros Consolidados en COLGAAP BVC 2012*. Recuperado el 29 de octubre de 2014, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2014, 13 de junio). *Estados Financieros Consolidados en COLGAAP BVC 2013*. Recuperado el 29 de octubre de 2014, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2015, 13 de abril). *Estados Financieros Consolidados en COLGAAP BVC 2014*. Recuperado el 6 de mayo de 2015, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?action=dummy>

BVC adquiere compañía tecnológica (2015, 29 de abril). *Dinero*. Recuperado el 10 de agosto de 2015, de: <http://www.dinero.com/pais/articulo/cual-empresa-compro-bolsa-valores/208181>

Damodaran, A. (2015, 5 de enero). *Historical returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills with premiums* Recuperado el 12 de febrero de 2015, de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Federación Iberoamericana de Bolsas, FIAB (2015). *Informe estadístico mensual*, Recuperado el 7 de febrero de 2015, de: <http://fiabnet.org/es/>

Fondo Monetario Internacional (2015, 20 de enero) *Perspectivas de la economía mundial - Contracorriente*, Recuperado el 8 de febrero de 2015, de: <http://www.imf.org/external/ns/loe/cs.aspx?id=28>

- Grupo del Banco Mundial (2015). *Perspectivas económicas mundiales, enero de 2015: Tener espacio fiscal y utilizarlo*. Recuperado el 12 de febrero de 2015, de: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/20758>
- Guesguan, O. (2015, 16 de mayo). “Futuro de América Latina es con mercados financieros integrados”: BVC. *El Espectador*. Recuperado el 14 de julio de 2015 de <http://www.elespectador.com/noticias/economia/futuro-de-america-latina-mercados-financieros-integrado-articulo-560950>
- J. P. Morgan (s.f.). *Indicadores de riesgo para países emergentes: índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG)* Recuperado el 12 de agosto de 2015, de: <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-de-la-nota-semanal.html>
- Latin American Private Equity and Venture Capital Association (2015). *2014 LAVCA Scorecard update*. Recuperado el 6 de febrero de 2015 de: <http://lavca.org/wp-content/uploads/2014/05/2013-Scorecard-2014-Update-FINAL-final.pdf>
- La Bolsa de Valores de Colombia inicia 2015 con más sombras que luces (2015, 5 de enero) *La Republica*. Recuperado de 22 de enero de 2015, de: http://beta.larepublica.com.co/la-bolsa-de-valores-de-colombia-inicia-2015-con-m%C3%A1s-sombras-que-luces_206126
- Porter, M. E. (1995). *Estrategia competitiva, Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: CECSA.
- Ingresos de BVC incrementaron 28% en segundo trimestre (2015, 30 de julio). *Portafolio*. Recuperado el 5 de agosto de 2015, de: <http://www.portafolio.co/negocios/estados-financieros-bolsa-colombia-segundo-trimestre-2015>
- Sosa, M., & Powell, A. (2015, julio). Revelation of Expectations in Latin America. *Revela*, 53. Recuperado el 8 de agosto de 2015, de: <http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/revela,7104.html>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015) *Índice de Bursatilidad accionario*, Recuperado el 9 de febrero de 2015, de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=80420>
- World Federation of Exchanges (2015). *Statistics monthly reports*. Recuperado el 7 de febrero de 2015, de: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>
- Yahoo! Finance (2014) *Centro de datos, resumen de mercados financieros*. Recuperado el 30 de diciembre de 2014, de: <http://finance.yahoo.com/stock-center/>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Balance general consolidado a 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014

Cifras en miles de pesos

	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
DISPONIBLE	9.395.909	6.366.175	9.138.551	11.785.340	20.453.903
INVERSIONES	32.211.896	34.957.718	29.116.761	35.051.167	31.432.035
CLIENTES, COMISIONISTAS, INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE TÍTULOS	3.583.306	3.527.519	4.458.374	5.078.399	5.314.415
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	5.476.155	8.498.170	9.622.362	9.707.879	7.706.236
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	28.336	848.475	914.401	1.228.897	2.134.971
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	50.695.602	54.198.057	53.250.449	62.851.682	67.041.560
ACTIVOS NO CORRIENTES					
INVERSIONES	47.156.969	56.311.837	54.795.724	44.960.098	37.073.491
Propiedad, planta y equipo, PPE	16.802.421	17.945.256	18.837.345	21.361.305	24.206.859
Depreciación acumulada	9.271.433	10.988.925	12.583.596	14.188.998	15.917.088
PROPIEDAD Y EQUIPO, NETO	7.530.988	6.956.331	6.253.749	7.172.307	8.289.771
INTANGIBLES	188.274	155.586	310.123		
CARGOS DIFERIDOS	10.801.197	9.775.073	7.888.198	6.078.384	4.498.501
OTROS ACTIVOS	114.816	114.816	146.517	146.517	146.517
VALORIZACIONES, NETO	12.048.227	11.398.582	14.779.130	17.965.529	18.210.852
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	77.840.471	84.712.225	84.173.441	76.322.835	68.219.132
TOTAL ACTIVOS	128.536.073	138.910.282	137.423.890	139.174.517	135.260.692

Fuente: BVC (2014)

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Balance general consolidado a 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014

Cifras en miles de pesos

	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVOS CORRIENTES					
CUENTAS POR PAGAR	3.463.598	2.742.088	4.468.683	5.714.409	5.147.365
IMPUESTOS, GRAVÁMENES Y TASAS	1.854.379	5.094.068	4.003.230	3.548.419	2.260.291
OBLIGACIONES LABORALES	1.102.631	1.276.760	1.514.850	1.559.012	1.543.892
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	14.028.980	16.088.788	11.265.184	13.233.099	13.613.460
INGRESOS RECIBIDOS POR ANTICIPADO	46.938	38.069	33.281	34.558	21.708
DEPÓSITOS RECIBIDOS	123.057	188.648	131.412	161.179	237.199
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	20.619.583	25.428.421	21.416.640	24.250.676	22.823.915
INTERÉS MINORITARIO	5.056.147	1.057.793	1.890.542	3.006.206	2.842.897
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	5.056.147	1.057.793	1.890.542	3.006.206	2.842.897
TOTAL PASIVOS	25.675.730	26.486.214	23.307.182	27.256.882	25.666.812
PATRIMONIO					
CAPITAL SOCIAL	18.672.993	18.672.993	18.672.822	18.672.822	18.672.822
PRIMA EN COLOCACIÓN DE ACCIONES	21.495.923	21.495.923	21.495.496	21.095.896	21.095.896
RESERVAS	26.814.026	33.442.943	33.550.792	33.543.055	28.358.062
REVALORIZACIÓN DE PATRIMONIO	59.049	59.049	53.739	53.846	53.828
RESULTADOS DEL EJERCICIO	23.944.496	28.332.126	26.591.804	22.274.535	23.942.788
RESULTADOS ACUMULADOS	-174.371	-977.548	-1.027.075	-1.688.048	-740.368
SUPERÁVIT POR VALORIZACIONES	12.048.227	11.398.582	14.779.130	17.965.529	18.210.852
TOTAL PATRIMONIO	102.860.343	112.424.068	114.116.708	111.917.635	109.593.880
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	128.536.073	138.910.282	137.423.890	139.174.517	135.260.692

Fuente: BVC (2014)

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Balance general consolidado y proyectado

CIFRAS EN MILES DE PESOS

ACTIVOS	2010	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
ACTIVOS CORRIENTES										
DISPONIBLE	9.395.909	6.366.175	9.138.551	11.785.340	20.453.903	22.150.680	24.168.633	26.830.687	29.645.405	31.850.040
INVERSIONES	32.211.896	34.957.718	29.116.761	35.051.167	31.432.035	31.579.117	31.726.886	31.875.348	32.024.504	32.174.358
CLIENTES, COMISIONISTAS, INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE OTRAS CUENTAS POR COBRAR	3.583.306	3.527.519	4.458.374	5.078.399	5.314.415	5.127.190	5.239.141	5.405.279	5.622.165	5.882.926
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	5.476.155	8.498.170	9.622.362	9.707.879	7.706.236	8.460.729	8.645.467	8.919.623	9.277.521	9.707.821
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	50.695.602	54.198.057	53.250.449	62.851.682	67.041.560	69.345.938	71.706.938	74.861.408	78.308.542	81.267.145
ACTIVOS NO CORRIENTES										
INVERSIONES	47.156.969	56.311.837	54.795.724	44.960.098	37.073.491	37.073.491	37.073.491	37.073.491	37.073.491	37.073.491
Propiedad, planta y equipo, PPE	16.802.421	17.945.256	18.837.345	21.361.305	24.206.859	25.617.657	27.164.891	28.862.174	30.724.486	32.768.317
Depreciación acumulada	9.271.433	10.988.925	12.583.596	14.188.998	15.917.088	18.074.088	20.368.827	22.547.998	23.652.069	24.949.550
PROPIEDAD Y EQUIPO	7.530.988	6.956.331	6.253.749	7.172.307	8.289.771	7.543.568	6.796.064	6.314.176	7.072.417	7.818.767
INTANGIBLES	188.274	155.586	310.123							
Cargos diferidos	10.801.197	9.775.073	7.888.198	6.078.384	4.498.501	5.176.402	4.868.561	4.710.183	4.678.503	4.755.410
Amortización acumulada						717.830	1.541.396	2.419.508	3.408.898	4.514.386
CARGOS DIFERIDOS	10.801.197	9.775.073	7.888.198	6.078.384	4.498.501	4.458.572	3.327.165	2.290.675	1.269.606	241.024
OTROS ACTIVOS	114.816	114.816	146.517	146.517	146.517	146.517	146.517	146.517	146.517	146.517
VALORIZACIONES NETO	12.048.227	11.398.582	14.779.130	17.965.529	18.210.852	18.456.175	18.701.498	18.946.821	19.192.144	19.437.467
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	77.840.471	84.712.225	84.173.441	76.322.835	68.219.132	67.678.323	66.044.735	64.771.680	64.754.175	64.717.266
TOTAL ACTIVOS	128.536.073	138.910.282	137.423.890	139.174.517	135.260.692	137.024.262	137.751.674	139.633.088	143.062.717	145.984.411

Fuente: equipo de valoración de BVC

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Balance general consolidado y proyectado
CIFRAS EN MILES DE PESOS

	2010	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
PASIVO Y PATRIMONIO										
PASIVOS CORRIENTES										
CUENTAS POR PAGAR	3.463.598	2.742.088	4.468.683	5.714.409	5.147.365	5.301.966	5.498.779	5.654.027	5.724.217	5.926.625
IMPUESTOS, GRAVAMENES Y TASAS	1.854.379	5.094.068	4.003.230	3.548.419	2.260.291	3.548.419	3.548.419	3.548.419	3.548.419	3.548.419
OBLIGACIONES LABORALES	1.102.631	1.276.760	1.514.850	1.559.012	1.543.892	1.608.272	1.663.597	1.715.335	1.768.682	1.823.688
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	14.028.980	16.088.788	11.265.184	13.233.099	13.613.460	17.657.884	18.173.091	19.535.561	21.283.663	18.703.224
INGRESOS RECIBIDOS POR ANTICIPADO	46.938	38.069	33.281	34.558	21.708	33.663	34.913	35.899	36.344	37.630
DEPÓSITOS RECIBIDOS	123.057	188.648	131.412	161.179	237.199	157.007	162.835	167.432	169.511	175.505
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	20.619.583	25.428.421	21.416.640	24.250.676	22.823.915	28.307.212	29.081.634	30.656.673	32.530.836	30.215.090
INTERÉS MINORITARIO	5.056.147	1.057.793	1.890.542	3.006.206	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	5.056.147	1.057.793	1.890.542	3.006.206	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897	2.842.897
TOTAL PASIVOS	25.675.730	26.486.214	23.307.182	27.256.882	25.666.812	31.150.109	31.924.531	33.499.570	35.373.733	33.057.987
PATRIMONIO										
CAPITAL SOCIAL	18.672.993	18.672.993	18.672.822	18.672.822	18.672.822	18.672.822	18.672.822	18.672.822	18.672.822	18.672.822
PRIMA EN COLOCACION DE ACCIONES	21.495.923	21.495.923	21.495.496	21.095.896	21.095.896	21.095.896	21.095.896	21.095.896	21.095.896	21.095.896
RESERVAS	26.814.026	33.442.943	33.550.792	33.543.055	28.358.062	28.358.062	28.358.062	28.358.062	28.358.062	28.358.062
REVALORIZACIÓN DE PATRIMONIO	59.049	59.049	53.739	53.846	53.828	53.828	53.828	53.828	53.828	53.828
RESULTADOS DEL EJERCICIO	23.944.496	28.332.126	26.591.804	22.274.535	23.942.788	19.977.738	19.685.405	19.746.457	21.056.601	26.048.717
RESULTADOS ACUMULADOS	-174.371	-977.548	-1.027.075	-1.688.048	-740.368	-740.368	-740.368	-740.368	-740.368	-740.368
SUPERÁVIT POR VALORIZACIONES	12.048.227	11.398.582	14.779.130	17.965.529	18.210.852	18.456.175	18.701.498	18.946.821	19.192.144	19.437.467
TOTAL PATRIMONIO	102.860.343	112.424.068	114.116.708	111.917.635	109.593.880	105.874.153	105.827.143	106.133.518	107.688.985	112.926.424
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	128.536.073	138.910.282	137.423.890	139.174.517	135.260.692	137.024.262	137.751.674	139.633.088	143.062.717	145.984.411

Fuente: equipo de valoración de BVC

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Estado de resultados consolidado a 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014

Cifras en miles de pesos

CONCEPTO	2010	2011	2012	2013	2014
INGRESOS OPERACIONALES	66.078.645	73.641.954	75.329.601	78.743.062	80.442.134
GASTOS OPERACIONALES	37.415.162	46.274.325	50.180.762	54.552.258	51.590.596
UTILIDAD OPERACIONAL	28.663.483	27.367.629	25.148.839	24.190.804	28.851.538
INGRESOS NO OPERACIONALES	9.696.853	16.570.006	13.869.868	12.198.758	11.311.150
GASTOS NO OPERACIONALES	1.444.597	2.090.442	959.645	1.006.555	1.201.822
UTILIDAD NO OPERACIONAL	8.252.256	14.479.564	12.910.223	11.192.203	10.109.328
UTILIDAD ANTES DE PROVISIÓN RENTA Y CREE	36.915.739	41.847.193	38.059.062	35.383.007	38.960.866
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	11.934.896	13.705.371	11.172.209	11.577.017	13.446.606
UTILIDAD NETA	24.980.843	28.141.822	26.886.853	23.805.990	25.514.260
INTERÉS MINORITARIO	1.036.346	-190.304	295.049	1.531.455	1.571.472
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	23.944.497	28.332.126	26.591.804	22.274.535	23.942.788

INDICADORES DE RENTABILIDAD

UTILIDAD OPERACIONAL	28.663.483	27.367.629	25.148.839	24.190.804	28.851.538
(+) DEPRECIACIONES	1.710.385	1.801.641	1.729.775	1.720.584	1.753.629
(+) AMORTIZACIONES	1.946.353	2.930.468	6.074.838	3.739.236	1.583.830
EBITDA	32.320.221	32.099.738	32.953.452	29.650.624	32.188.997
MARGEN EBITDA	48,91%	43,59%	43,75%	37,65%	40,02%
MARGEN OPERACIONAL	43,38%	37,16%	33,39%	30,72%	35,87%
MARGEN NETO	36,24%	38,47%	35,30%	28,29%	29,76%

Fuente: BVC (2014)

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS

Estado de resultados consolidado al 31 de diciembre

Cifras en miles de pesos

	2010	2011	2012	2013	2014	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
INGRESOS OPERACIONALES	66.078.645	73.641.954	75.329.601	78.743.062	80.442.134	77.608.184	79.302.735	81.817.506	85.100.417	89.047.452
GASTOS OPERACIONALES	-37.415.162	-46.274.325	-50.180.762	-54.552.258	-51.590.596	-53.140.123	-55.112.724	-56.668.728	-57.372.223	-59.400.901
UTILIDAD OPERACIONAL	28.663.483	27.367.629	25.148.839	24.190.804	28.851.538	24.468.062	24.190.011	25.148.778	27.728.195	29.646.552
INGRESOS NO OPERACIONALES	9.696.853	16.570.006	13.869.868	12.198.758	11.311.150	11.782.788	12.188.085	12.567.106	12.957.916	13.360.879
GASTOS NO OPERACIONALES	-1.444.598	-2.090.442	-959.645	-1.006.555	-1.201.822	-989.850	-1.029.968	-1.071.178	-1.114.053	-1.158.660
UTILIDAD NO OPERACIONAL	8.252.255	14.479.564	12.910.223	11.192.203	10.109.328	10.792.938	11.158.117	11.495.928	11.843.863	12.202.219
UTILIDAD ANTES DE PROVISIÓN IMPUESTO RENTA Y CREE	36.915.738	41.847.193	38.059.062	35.383.007	38.960.866	35.261.000	35.348.128	36.644.706	39.572.057	41.848.771
IMPUESTO DE RENTA Y CREE	11.934.896	13.705.371	11.172.209	11.577.017	13.446.606	13.711.790	14.091.251	15.326.776	16.943.985	14.228.582
UTILIDAD NETA	24.980.842	28.141.822	26.886.853	23.805.990	25.514.260	21.549.210	21.256.877	21.317.929	22.628.073	27.620.189
INTERÉS MINORITARIO	-1.036.346	190.304	-295.049	-1.531.455	-1.571.472	-1.571.472	-1.571.472	-1.571.472	-1.571.472	-1.571.472
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	23.944.496	28.332.126	26.591.804	22.274.535	23.942.788	19.977.738	19.685.405	19.746.457	21.056.601	26.048.717

Fuente: equipo de valoración de BVC

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS
Cifras en miles de pesos

	2010	2011	2012	2013	2014
(+) UTILIDAD OPERATIVA	28.663.483	27.367.629	25.148.839	24.190.804	28.851.538
(-) IMPUESTOS OPERATIVOS		9.458.949	9.031.318	8.299.117	8.224.873
(=) NOPLAT		17.908.680	16.117.521	15.891.687	20.626.665
(+) DEPRECIACIONES		1.801.641	1.729.775	1.720.584	1.753.629
(+) AMORTIZACIONES		2.930.468	6.074.838	3.739.236	1.583.830
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO		22.640.789	23.922.134	21.351.507	23.964.124
(-) Inversión capital de trabajo		4.022.879	-4.350.953	6.162.252	-2.610.663
Aumento activos corrientes		6.532.189	-3.719.984	6.954.444	-4.478.685
INVERSIONES		2.745.822	-5.840.957	5.934.406	-3.619.132
CLIENTES, COMISIONISTAS, INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE TÍTULOS		-55.787	930.855	620.025	236.016
OTRAS CUENTAS POR COBRAR		3.022.015	1.124.192	85.517	-2.001.643
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO		820.139	65.926	314.496	906.074
Disminución pasivos corrientes		-2.509.310	-630.969	-792.192	1.868.022
CUENTAS POR PAGAR		721.510	-1.726.595	-1.245.726	567.044
IMPUESTOS, GRAVÁMENES Y TASAS		-3.239.689	1.090.838	454.811	1.288.128
OTROS ACREEDORES		8.869	4.788	-1.277	12.850
(-) Inversión PPE		1.142.835	892.089	2.523.960	2.845.554
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)		17.475.075	18.679.092	12.665.295	18.507.907

Fuente: equipo de valoración de BVC con base en BVC (2014)

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS
Cifras en miles de pesos

	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
(+) UTILIDAD OPERATIVA	24.468.062	24.190.011	25.148.778	27.728.195	29.646.552
(-) IMPUESTOS OPERATIVOS	9.809.523	8.319.141	8.224.604	8.550.584	9.427.586
(=) NOPLAT	14.658.539	15.870.870	16.924.174	19.177.610	20.218.965
(+) DEPRECIACIONES	2.157.000	2.294.738	2.179.171	1.104.071	1.297.481
(+) AMORTIZACIONES	717.830	823.566	878.112	989.390	1.105.489
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	17.533.369	18.989.175	19.981.456	21.271.072	22.621.935
(-) Inversión capital de trabajo	-847.084	144.984	336.182	561.781	550.275
Aumento activos corrientes	607.601	343.047	492.416	632.416	753.968
INVERSIONES	147.082	147.770	148.461	149.156	149.854
CLIENTES, COMISIONISTAS, INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE TÍTULOS	-187.225	111.951	166.138	216.886	260.761
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	754.493	184.737	274.157	357.898	430.300
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	-106.749	-101.411	-96.341	-91.524	-86.947
Disminución pasivos corrientes	-1.454.685	-198.063	-156.233	-70.636	-203.693
CUENTAS POR PAGAR	-154.601	-196.813	-155.248	-70.190	-202.408
IMPUESTOS, GRAVÁMENES Y TASAS	-1.288.128	0	0	0	0
OTROS ACREEDORES	-11.955	-1.250	-986	-446	-1.285
(-) Inversión PPE	1.410.798	1.547.234	1.697.283	1.862.313	2.043.831
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)	16.969.655	17.296.957	17.947.991	18.846.978	20.027.830

Fuente: equipo de valoración de BVC

VALOR DEL PATRIMONIO
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA Y COMPAÑÍAS SUBORDINADAS
 Cifras en miles de pesos

VALORACIÓN POR FCLD	Proy 2015	Proy 2016	Proy 2017	Proy 2018	Proy 2019
Flujo de caja libre operativo	16.969.655	17.296.957	17.947.991	18.846.978	20.027.830
Valor a perpetuidad					287.405.431
Costo de capital	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%
Valor presente del flujo de caja libre	76.077.429				
Valor presente a perpetuidad	178.262.645				
(+) Valor de la operación	254.340.074				
(+) Inversiones temporales	31.432.035				
(+) Otros activos	37.220.008				
(=) Valor de la compañía	322.992.117				
(-) Otros pasivos	4.623.988				
(=) Valor del patrimonio por el método de FCLD	318.368.129				

Acciones en circulación	18.672.822
Valor de la acción	17,05

Fuente: equipo de valoración de BVC

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de la universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, la Universidad ICESI, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite las páginas web:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585