

INFORME DEL EMISOR A LOS INVERSIONISTAS

12 de junio de 2014

Señores
INVERSIONISTAS DE LOS BONOS ORDINARIOS DE CARVAJAL S.A.
Bogotá D.C.

Referencia: Efectos de la propuesta de modificación al Prospecto para consideración de la Asamblea de Inversionistas.

Apreciados Señores:

Victoria Eugenia Arango Martínez, identificada como aparece al pie de mi firma, actuando en mi calidad de representante legal de Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A., el “Emisor”, y en conjunto con todas sus sociedades subordinadas, la “Organización Carvajal”) como emisor de los bonos ordinarios emitidos en 2010 e inscritos en el Registro Nacional de Valores (“RNVE”), con base en lo dispuesto por el numeral 3.6 de la Circular 012 de 1998 expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia (“SFC”), me permito poner a consideración de ustedes un informe con la explicación y descripción de las propuestas que serán sometidas a su aprobación en la asamblea general de tenedores de bonos (la “Asamblea”) a ser llevada a cabo una vez se cuente con la autorización para realizar la convocatoria por la SFC.

Advertimos a los inversionistas que en el evento en que las modificaciones propuestas en relación con la estructura de las garantías según se describen en este informe (el “Informe”) sean aprobadas por parte de la Asamblea, la ejecución quedará sujeta en todo caso al cumplimiento de la condición suspensiva que se describe en la Sección 4 del presente Informe.

Adicionalmente, queremos resaltar que este documento contiene proyecciones y expectativas del futuro, las cuales involucran elementos significativos de juicio subjetivo y de análisis que reflejan varios supuestos con respecto al desempeño de varios factores. Debido a que los juicios, análisis y supuestos están sujetos a incertidumbres en el negocio, incertidumbres económicas y competitivas más allá del control de la Organización Carvajal, no puede garantizarse que los resultados serán de acuerdo con las proyecciones y expectativas futuras.

1. Propuesta y motivación de la misma

La propuesta que el Emisor someterá a aprobación de la Asamblea consiste en la liberación de su condición de avalistas a las sociedades Carvajal Información S.A.S (antes Publicar S.A.) y Bico Internacional S.A. (los “Avalistas Liberados”) en relación con la emisión de bonos ordinarios de 2010 (los “Bonos”) por un monto de cuatrocientos mil millones de pesos (\$400,000,000,000) (la “Emisión”); las sociedades Carvajal Propiedades e Inversiones S.A. (antes Carvajal S.A.), Carvajal Pulpa y Papel S.A. (antes Propal S.A.), Carvajal Empaques S.A. (antes Carpak S.A.) y Carvajal Espacios S.A.S. (antes Mepal S.A.) conservan su carácter de avalistas.

A cambio de la liberación solicitada se ofrece el otorgamiento a favor de los tenedores de bonos (los “Tenedores”) de una garantía parcial bancaria (la “Garantía Parcial Bancaria”) emitida por Bancolombia S.A. (el “Garante”), por un valor máximo de ciento veinte mil millones de pesos

(\$120,000,000,000), equivalente al treinta por ciento (30%) de la Emisión. Durante el año 2013 los Avalistas Liberados aportaron el 30% al EBITDA consolidado del Emisor.

La razón que motiva al Emisor a realizar esta propuesta es poder tener la flexibilidad financiera necesaria para ejecutar su plan de reducción de apalancamiento, a través de operaciones sobre los Avalistas Liberados, que pueden consistir en alianzas estratégicas, capitalización por parte de un tercero, desinversión, venta de activos, u otros.

2. Antecedentes

El 17 de marzo de 2010 el Emisor realizó la emisión de Bonos en dos sub-series: La serie A7 por valor nominal de doscientos cuarenta mil ochocientos cuarenta millones de pesos (\$240,840,000,000) con un rendimiento de IPC+5.33% y vencimiento el 17 de marzo de 2017 (la “Serie A7”); y la serie A10 por valor nominal de ciento cincuenta y nueve mil ciento sesenta millones de pesos (\$159,160,000,000) con un rendimiento de IPC+5.67% y con vencimiento el 17 de marzo de 2020 (la “Serie A10”).

El Prospecto de Emisión y Colocación de los Bonos, (el “Prospecto”), establece que las siguientes compañías: Carvajal S.A. (ahora Carvajal Propiedades e Inversiones S.A.), Propal S.A. (ahora Carvajal Pulpa y Papel S.A.), Carpak S.A. (ahora Carvajal Empaques S.A.), Bico Internacional S.A, Publicar S.A (ahora Carvajal Información S.A.S), y Mepal S.A. (ahora Carvajal Espacios S.A.S.) actúan como avalistas en los términos y condiciones establecidos en dicho Prospecto (en su conjunto los “Avalistas”). Lo anterior implica que dichas empresas se obligaron solidariamente, por el ciento por ciento (100%) de las obligaciones vigentes y pendientes de pago derivadas de la Emisión durante todo el plazo de los Bonos y hasta la redención final de los mismos.

La obligación de pago que asumen los Avalistas será cumplida en caso de que el Emisor no cuente con recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones vigentes y pendientes de pago derivadas de la Emisión, en los términos señalados para tal caso en la sección 4.11.1.2.3 del Prospecto y en el Compromiso de Aval (el “Aval”), cuyo texto se encuentra en el anexo 11.2. del Prospecto.

2.1. Calificación de los Bonos:

El 5 de diciembre de 2013, el comité técnico de BRC Investor Services S.A. Sociedad Calificadora de Valores (“BRC” o la “Calificadora”), en revisión periódica, modificó la calificación de AA+ a AA y retiró el *Creditwatch* Negativo en Deuda de Largo Plazo¹ a los Bonos.

Como parte de las razones para modificar la calificación de los Bonos, la Calificadora estableció: “1) *La lenta adaptación del plan estratégico de las compañías avalistas al cambio estructural observado en los mercados que atiende (migración de impreso a digital); 2) El logro parcial del plan de desinversiones de la Organización; 3) La tendencia decreciente de los ingresos en cinco de las seis empresas avalistas; y 4) En el elevado nivel de endeudamiento de las empresas pertenecientes al Grupo*”².

También anotó la Calificadora que “*la Organización Carvajal, como parte del proceso de focalización y rentabilización de su operación, ha logrado efectuar desinversiones en algunos de los mercados y países que atiende. Al momento de esta revisión el Grupo estaba replanteando el cronograma y las actividades necesarias para ejecutar algunas de las desinversiones pendientes.*”

¹ Anexo “Informe de calificación BRC Investor Services S.A. SCV del 5 de diciembre de 2013”, Pág. 1

² Anexo “Informe de calificación BRC Investor Services S.A. SCV del 5 de diciembre de 2013”, Pág. 2

Este aspecto será objeto de seguimiento por parte de BRC, puesto que su consecución se vería reflejada en la obtención de recursos adicionales que permitirían reducir el nivel de deuda de las compañías del Grupo”³.

Sobre lo anterior, cabe anotar que la Organización Carvajal continúa con su plan de evaluar las mejores alternativas, con el objetivo de obtener mayor flexibilidad financiera y reducir su nivel de apalancamiento considerando los impactos sobre los grupos de interés implicados.

Incluso, y pese a la reducción de la calificación de los Bonos, como resultado del seguimiento realizado por BRC, la Calificadora pondera positivamente las medidas que se están tomando para hacer realidad la reducción del apalancamiento y mejorar así los indicadores de cobertura de deuda tal como se describe en el concepto que se encuentra como Anexo 1 del presente Informe.

Así las cosas, para que el Emisor pueda proceder con su estrategia, se requiere que los Tenedores aprueben la liberación de los avales indicados en este informe. Como contraprestación, la Organización Carvajal otorgará a los tenedores una garantía parcial bancaria, emitida por Bancolombia S.A., permitiendo que el desarrollo de la estrategia de la compañía esté alineada con los intereses de los Tenedores. Las propuestas respectivas se describen más ampliamente en la Sección 3 siguiente.

2.2. Breve descripción de la situación actual⁴:

Durante el año 2013, el desempeño operacional de los negocios de las compañías que conforman la Organización Carvajal ha sido, en su mayoría, mejor que en el año anterior, gracias en buena medida a los programas de eficiencia operativa que han permitido significativos ahorros, pero han demandado gastos extraordinarios por efecto de reestructuraciones. No obstante, este buen comportamiento no se refleja en el Estado de Resultados de cierre de 2013 porque se han registrado provisiones por pérdida de valor de activos de algunas filiales, se ha incurrido en los gastos no recurrentes mencionados y el pobre desempeño económico de México afectó las operaciones de las filiales en ese país. Los ingresos consolidados entonces, fueron aproximadamente de \$3 billones de pesos, reduciéndose un 7.9% con respecto a 2012. Esta variación se explica principalmente por la reducción de los ingresos en Carvajal Educación⁵, Carvajal Información, Carvajal Pulpa y Papel, Carvajal Tecnología y Servicios y Carvajal Espacios. A pesar de esto, la generación de caja consolidada fue mayor que la del año anterior como se explicará más adelante.

En el caso de Carvajal Educación, la compañía enfrentó dificultades para adquirir divisas en Venezuela, lo cual no permitió tener un abastecimiento completo en ese país y por ende la atención a la temporada escolar, llevando los ingresos a niveles muy bajos. A pesar de lo anterior, Carvajal Educación mantuvo su liderazgo en cuadernos en la región y en el 2013 lanzó exitosamente un nuevo portafolio de arte escolar.

Respecto a Carvajal Información, sus resultados estuvieron impactados por la migración de medios impresos a digitales. No obstante, la compañía continúa con el reto de digitalizar su modelo de negocio preparándose para el nuevo entorno de la industria.

De otro lado, Carvajal Pulpa y Papel estuvo afectada por factores coyunturales asociados con la baja disponibilidad de bagazo, su principal materia prima, sumado a una reducción en los precios

³ Anexo “Informe de calificación BRC Investor Services S.A. SCV del 5 de diciembre de 2013”, Pág. 3

⁴ Para más detalles, consultar el Informe Gestión Anual 2013 de Carvajal S.A.

⁵ Entiéndase por Carvajal Educación a las sociedades Bico Internacional S.A. y Grupo Pacífico S.A. que involucran las líneas de negocios de Papelería y de Contenidos Educativos respectivamente.

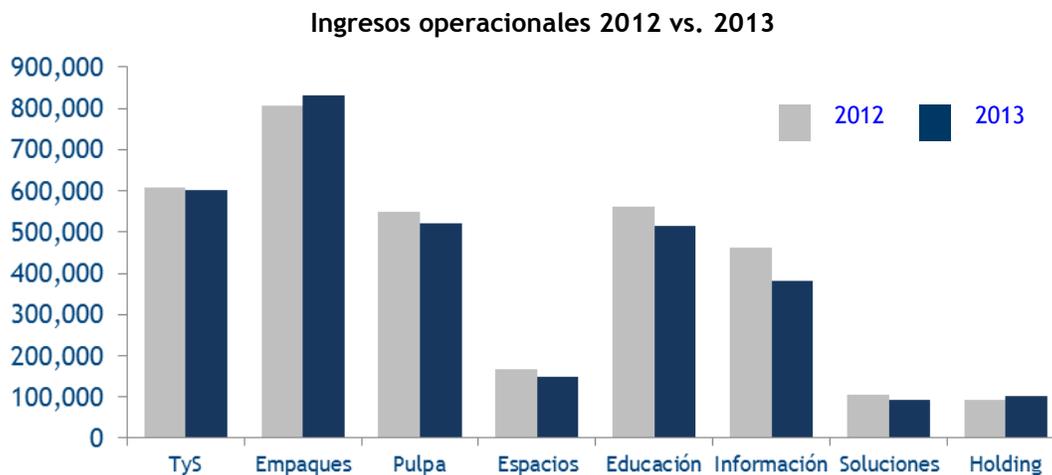
internacionales del papel. Sin embargo, los programas de eficiencia operacional implementados empezaron a mostrar resultados positivos en el segundo semestre del 2013, y se espera que continúen mejorando.

Por su parte, Carvajal Empaques logró un crecimiento de ingresos destacado a pesar del bajo desempeño del mercado mexicano, donde el crecimiento del PIB según la CEPAL fue del 1.3% durante 2013, que fue compensado por el fuerte crecimiento en la operación en Perú y la consolidación de la operación centroamericana.

El año 2013 fue difícil para Carvajal Espacios por los bajos resultados en ventas, producto de un aplazamiento de negocios durante el primer semestre. Esta situación encontró a la empresa con una estructura pesada en costos y gastos fijos, lo que ocasionó pérdidas operacionales en los primeros meses del año mientras la sociedad realizaba los ajustes necesarios para convertirse en una empresa más liviana y efectuaba un cambio importante en su estructura operacional.

Carvajal Soluciones de Comunicación logró en 2013 resultados y tendencias positivas en EBITDA y flujo de caja operacional, a través de su estrategia de mejoramiento de procesos operacionales, una estructura organizacional eficiente y óptima, resultado de la reestructuración realizada en 2012, a lo que se sumó la maduración de su sistema de control interno.

Finalmente, Carvajal Tecnología y Servicios logró la exitosa consolidación de su modelo de negocio ganando dos puntos porcentuales de participación de mercado, lo que ratifica a la empresa como líder en tercerización de tecnología de información y procesos en Colombia. Su EBITDA creció por encima del 10% frente a 2012, a pesar de haber visto ligeramente reducidos sus ingresos operacionales.



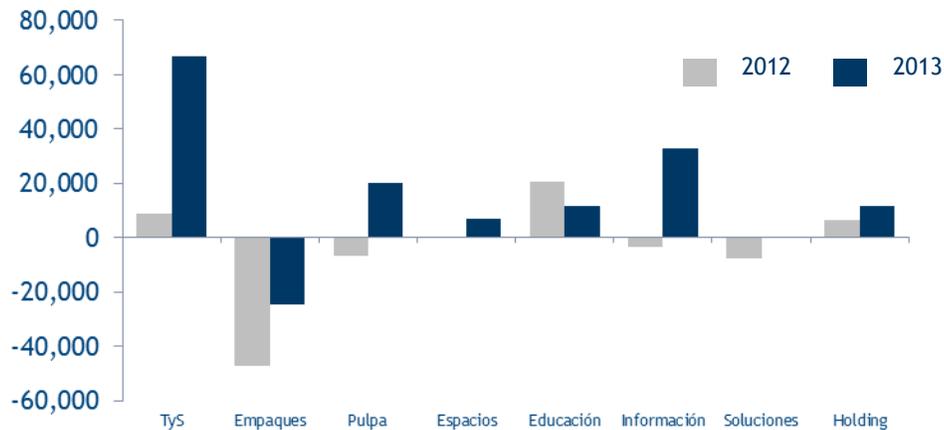
Fuente: Carvajal S.A.

Uno de los resultados satisfactorios de 2013, fue la generación de caja en la mayoría de las compañías operativas de la Organización Carvajal. En 7 de las 8 compañías operativas hubo mejorías en este indicador, debido principalmente a los programas de eficiencias en gastos y manejo del capital de trabajo.

Con relación a las empresas que redujeron sus ingresos operacionales, es de destacar que Carvajal Educación se vio afectada por factores coyunturales en Venezuela. A su vez, Carvajal

Empaques se propuso modernizar algunas de sus líneas de producción, lo cual requirió inversiones importantes en activos que se traducirán en mayores ingresos a futuro. Finalmente, Carvajal Tecnología y Servicios tuvo un excelente desempeño gracias al respaldo de nuevos contratos que le permitirán seguir consolidándose como líder en tecnología del país.

Flujo de caja después de impuestos y Capex 2012 vs. 2013

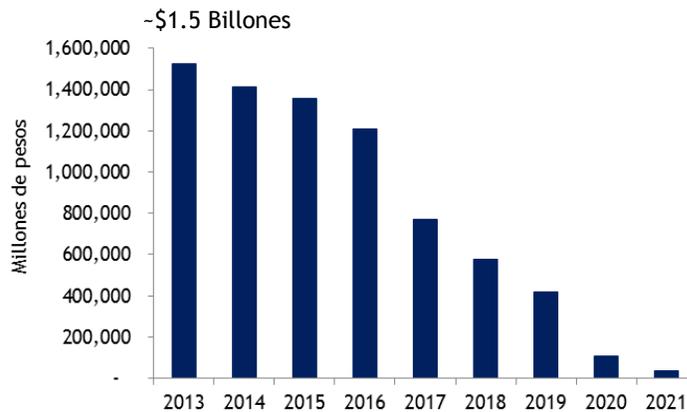


Fuente: Carvajal S.A.

2.3. Nivel de apalancamiento

Como lo ha señalado la Calificadora en sus reportes, el crecimiento inorgánico así como factores estructurales y coyunturales de las industrias en las cuales se encuentran las compañías operativas de la Organización Carvajal, han llevado al aumento del nivel de endeudamiento de la Organización. A cierre de 2013, la Organización Carvajal contaba con un endeudamiento consolidado cercano a los \$1.5 billones y su costo promedio ponderado se ubicaba en 6.58% anual con una vida promedio de 5.7 años.

Perfil de la deuda actual



Fuente: Carvajal S.A.

2.4. Estrategia de la Organización:

Desde el año 2012, la Organización Carvajal ha logrado implementar un plan de acción encaminado al fortalecimiento de la generación de caja y a la reducción del apalancamiento consolidado de la compañía. Los ahorros operacionales resultado de la implementación de estas medidas durante el 2013 fueron superiores a los \$100,000 millones de pesos.

Dentro del plan estratégico se destacan las siguientes acciones:

- Integración de servicios y soluciones tecnológicas (BPO, IT, APP), con foco en sectores (verticales) para crecimiento en Colombia
- Fortalecimiento de la oferta empaques rígidos desechables en Colombia
- Liderar mercado de resmillas y blancos en Colombia (70% SOM)
- Consolidarse como productor de bajo costo en las plantas de papel
- Innovación para mantener liderazgo en cuadernos
- Crecer participación en línea de arte sobre la marca Norma
- Desarrollo del modelo de negocio digital en contenidos educativos
- Directorio telefónico digital como valor agregado del impreso
- Integrar propuesta de valor con Almatec
- Transformar el modelo de negocio *offset* a soluciones integrales
- Oferta de valor al combinar impresión variable y propuesta digital

Adicional a lo anterior, la Organización también ha buscado dentro de su estrategia concentrarse en segmentos rentables y en los cuales pueda proveer mayor valor agregado a sus clientes. Dentro de este proceso se destacan las siguientes transacciones:

- Venta Cargraphics S.A. de C.V. en México
- Venta de Empaques Flexa S.A.S.
- Venta de la línea de negocio de Cajas Plegadizas
- Venta de la línea de negocio Pulpa Moldeada de Perú
- Venta de la inversión Fesa Ecuador e Inmobiliaria Inmapapel S.A. en Ecuador
- Venta de las entidades Formas Eficientes S.A. y Webforma S.A. en Panamá.

En línea con su estrategia y aun cuando la Organización Carvajal cuenta con la capacidad necesaria para honrar sus compromisos con los distintos acreedores, ésta continúa con su plan de reducción de apalancamiento buscando mejorar sus indicadores de cobertura de deuda.

En este sentido, la Organización Carvajal continuará explorando diversas alternativas sobre los avalistas a liberar, que pueden consistir en alianzas estratégicas, capitalización por parte de un tercero, venta de activos, u otros.

3. Detalle de la propuesta para aprobación de la Asamblea

La propuesta consiste en la liberación de su condición de Avalistas a las sociedades Carvajal Información S.A.S y Bico Internacional S.A. a cambio del otorgamiento a favor de los Tenedores de la Garantía Parcial Bancaria emitida por Bancolombia S.A.

El valor máximo que cubrirá la Garantía Parcial Bancaria es de ciento veinte mil millones de pesos (\$120,000,000,000) que corresponden al 30% del valor emitido (el "Valor Garantizado"). Sin

perjuicio de lo anterior, cuando el capital y los intereses correspondientes a la Serie A7 sean totalmente pagados en su fecha de vencimiento original (marzo 17 de 2017), dicho valor se reducirá hasta cuarenta y siete mil setecientos cuarenta y ocho millones de pesos (\$47,748,000,000) que corresponden al 30% del valor del capital emitido en la Serie A10.

En caso de incumplimiento⁶ en el pago de capital o intereses de cualquiera de las series, la Garantía Parcial Bancaria podrá ser ejecutada por el Depósito Centralizado de Valores S.A. (“DECEVAL” o el “Agente Administrador de la Emisión”) y los recursos que sean desembolsados por el Garante se distribuirán a los Tenedores a prorrata de su participación en el monto emitido de cada una de las series de la Emisión.

Para efectos de instrumentar los cambios descritos, y con fundamento en lo dispuesto por el artículo 6.4.1.22 del Decreto 2555 de 2010, una vez la Asamblea apruebe tal modificación al empréstito, se deberán realizar ciertas modificaciones a algunos de los documentos de la Emisión para reflejar: (i) la liberación de los Avalistas Liberados (la “Liberación de los Avalistas”); (ii) la adición de la Garantía Parcial Bancaria; y (iii) los demás cambios relevantes que resultan del cambio en la estructura de Avalistas y la inclusión de la Garantía Parcial Bancaria.

LOS PROYECTOS DE MODIFICACIÓN DE LOS DOCUMENTOS DE LA EMISIÓN PODRÁN SER CONSULTADOS POR LOS INVERSIONISTAS SI ASÍ LO REQUIEREN, QUIENES PODRÁN SOLICITARLOS AL EMISOR EN CASO DE CONSIDERARLO PERTINENTE. NO OBSTANTE, EL DOCUMENTO BASE PARA QUE LA ASAMBLEA ESTUDIE Y APRUEBE LAS MODIFICACIONES AL EMPRÉSTITO ES EL PRESENTE INFORME, JUNTO CON EL CONCEPTO DEL REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES Y EL CONCEPTO DE LA CALIFICADORA. LOS DOCUMENTOS DE LA EMISIÓN SON DOCUMENTOS MERAMENTE INFORMATIVOS Y TIENEN EL CARÁCTER DE BORRADORES, Y PUEDEN SUFRIR MODIFICACIONES DE CONFORMIDAD CON LA APROBACIÓN DE LA ASAMBLEA DE LA MODIFICACIÓN AL EMPRÉSTITO, PUES ESTAN SUJETOS AL TRÁMITE QUE DEBE ADELANTAR EL EMISOR ANTE LA SFC PARA LA ACTUALIZACIÓN DE LA INFORMACIÓN EN EL RNVE UNA VEZ SE OBTENGA LA APROBACIÓN DE LAS MODIFICACIONES POR LA ASAMBLEA; TRÁMITE QUE EN TODO CASO, NO CONDICIONA EL CONSENTIMIENTO DE LOS TENEDORES.

4. Condición Suspensiva

La Garantía Parcial Bancaria que se adicionará como nueva garantía a la Emisión ya fue aprobada por el comité de crédito y demás instancias del Garante, y su emisión depende únicamente de que se obtenga la aprobación por parte de los Tenedores de las propuestas de modificación al empréstito que acá se realizan.

Teniendo en cuenta lo anterior, la efectividad y ejecución tanto de la Liberación de los Avalistas como de las demás modificaciones a la Emisión que acá se proponen y describen, de ser aprobada por los Tenedores, quedará sujeta a la condición suspensiva consistente en que el Emisor haga entrega física al Representante Legal de Tenedores de Bonos del original de la Garantía Parcial Bancaria diligenciado y firmado por el Garante (la “Condición Suspensiva”).

Adicionalmente, el cumplimiento de la Condición Suspensiva será informado al mercado a través del mecanismo de información relevante y copia simple de la Garantía Parcial Bancaria será

⁶ Ya sea un incumplimiento que se presente en las fechas programadas de pago de capital o intereses, o en la fecha que resulte de la aceleración de pagos por incumplimiento cruzado o *cross default* contemplada en la sección 4.16.1 del Prospecto.

entregada por Alianza Fiduciaria S.A. (el “Representante Legal de Tenedores de Bonos”) al Agente Administrador de la Emisión.

Una vez cumplida la Condición Suspensiva, se entenderá que ha ocurrido la Liberación de los Avalistas y se producirán los efectos jurídicos a los que hace referencia la sección 7 del presente informe.

5. Autorizaciones al Emisor

Teniendo en cuenta las propuestas que serán sometidas a consideración de la Asamblea, se propone que los Tenedores:

Aprueben las modificaciones al empréstito que se describen en el presente Informe; y en consecuencia, autoricen al Emisor para que éste:

- a. Una vez cumplida la Condición Suspensiva prevista en la sección 4 del presente Informe, suscriba las modificaciones necesarias a los documentos de la Emisión; y
- b. Realice todos y cada uno de los trámites necesarios ante la SFC o cualquier entidad competente, a fin de lograr la actualización de la autorización de la inscripción de los Bonos en el RNVE .

6. Autorizaciones al Representante Legal de Tenedores

La cláusula sexta del contrato entre el Emisor y el Representante Legal de Tenedores establece la obligación para éste, de realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los Tenedores. Teniendo en cuenta lo anterior, se propone que los Tenedores impartan una instrucción al Representante Legal de Tenedores para que éste:

- (i) Reciba la Garantía Parcial Bancaria del Emisor; y
- (ii) Haga entrega de copia simple de la Garantía Parcial Bancaria al Agente Administrador de la Emisión.

7. Efectos jurídicos de la propuesta

En caso de cumplirse la Condición Suspensiva, los Avalistas Liberados dejarán de tener la calidad de Avalistas, y por consiguiente, dejarán de ser parte del Aval contenido como Anexo 11.2 del Prospecto, quedando liberados de la obligación de asumir el cumplimiento de las obligaciones contraídas por el Emisor, de forma tal que los Tenedores no podrán exigir el pago del capital ni los intereses de los Bonos ni a Carvajal Información S.A.S (antes Publicar S.A.) ni a Bico Internacional S.A. Sin embargo, los Tenedores mantienen en todo caso el derecho de exigir el pago al Emisor y a los demás Avalistas, los cuales permanecen obligados bajo las mismas condiciones iniciales, y adicionalmente, los Tenedores quedarán facultados a realizar el cobro de la Garantía Parcial Bancaria en caso de incumplimiento del Emisor y/o Avalistas.

Por su parte, es importante recalcar que desde el punto de vista de riesgo de crédito, la Garantía Parcial Bancaria se constituye en un instrumento altamente eficaz, no sólo porque el Garante, por su calidad de entidad financiera vigilada por la SFC cuenta con una solvencia mínima regulada por dicha entidad, sino porque además, por su misma naturaleza de establecimiento bancario

cuenta con la liquidez inmediata para atender el pago de los Bonos hasta por el Valor Garantizado en caso de presentarse un incumplimiento por parte del Emisor y/o los Avalistas no liberados. En todo caso, es pertinente resaltar que aunque el Garante tenga la máxima calificación posible de emisor local de largo plazo por parte de Fitch Ratings Colombia S.A. que es AAA(col)⁷, la efectividad de la Garantía Parcial Bancaria no está exenta del riesgo de crédito propio del Garante.

A continuación se exponen las principales diferencias entre el Aval y la Garantía Parcial Bancaria, de manera que los Tenedores tengan claridad de cuáles son los efectos jurídicos que genera el cambio en las Garantías de la Emisión, en caso que se apruebe la propuesta sometida a su consideración.

7.1. Características de las Garantías

En términos generales, la Garantía Parcial Bancaria no implica un desmejoramiento frente al Aval en materia de eficacia jurídica, pues ambas figuras gozan de las mismas características principales en tanto que ambas son garantías independientes e irrevocables y exigibles a primer requerimiento, esto es, no son obligaciones condicionadas.

Lo anterior implica que, al igual que el Aval, mediante la Garantía Parcial Bancaria el Garante adquiere una obligación principal (no accesoria) y en consecuencia, independiente de la validez y efecto de las condiciones establecidas en la Emisión o de cualquier otra relación entre el Emisor y los Tenedores. Por su parte, el hecho de que la Garantía Parcial Bancaria sea a primer requerimiento implica que puede hacerse efectiva ante la sola presentación de los documentos requeridos para su ejecución, sin que sea necesario demostrar el incumplimiento respectivo por parte del Emisor o los Avalistas. Por esto mismo, tal y como sucede con el Aval, no existe ningún beneficio de excusión o división. Finalmente, la irrevocabilidad implica que el Garante no puede relevarse de su obligación de pago bajo la Garantía Parcial Bancaria sino hasta que se cancele o venza dicha garantía.

7.2. Vigencia de las Garantías

En relación con la vigencia de ambas garantías tampoco hay una diferencia sustancial sobre los Tenedores en la medida en que las obligaciones de los Avalistas adquiridas en virtud del Aval permanecerán vigentes hasta el momento de redención de la totalidad de los Bonos emitidos por el Emisor. Por su parte, la Garantía Parcial Bancaria estará vigente desde su fecha de emisión, que será en o antes de la fecha en que se cumpla la Condición Suspensiva, y hasta el octavo día hábil contado a partir del 17 de marzo de 2020, fecha original de vencimiento de los bonos de la Serie A10.

Lo anterior, sin perjuicio de la terminación anticipada de la Garantía Parcial Bancaria en el evento en que el capital y los intereses causados de los bonos de la Serie A7 y de los bonos de la Serie A10 hayan sido pagados totalmente.

7.3. Cobertura de las Garantías

En términos de cobertura existe una diferencia entre los Avalistas, quienes se obligan cada uno por el pago del cien por ciento (100%) de las obligaciones vigentes y pendientes de pago (capital e intereses) derivadas de la Emisión de los Bonos, mientras que el valor máximo que cubrirá la

⁷Reporte de Fitch Ratings Colombia S.A. SCV del 19 de septiembre de 2013

Garantía Parcial Bancaria será de ciento veinte mil millones de pesos (\$120,000,000,000). Adicionalmente, cuando el capital y los intereses correspondientes a la Serie A7 sean totalmente pagados en su fecha de vencimiento original, el Valor Garantizado se reducirá a cuarenta y siete mil setecientos cuarenta y ocho millones de pesos (\$47.748.000.000).

En ambos casos, el Valor Garantizado será correspondiente al treinta por ciento (30%) del valor emitido en los Bonos.

No obstante lo anterior, los Avalistas Liberados y la Garantía Parcial Bancaria son equivalentes en valor si se tiene en cuenta que la contribución que realizan los Avalistas Liberados al EBITDA consolidado de la Organización Carvajal fue equivalente al treinta por ciento (30%) en 2013, y esa misma proporción es la que se cubre de los Bonos con la Garantía Parcial Bancaria.

En adición a lo anterior, la Garantía Parcial Bancaria supone una mejoría en términos de riesgo de crédito, solvencia y liquidez frente a los Avalistas Liberados, sin dejar de lado el hecho consistente en que los Tenedores contarán aún con un cubrimiento del 100% del monto de la Emisión por parte de los Avalistas que no sean liberados.

7.4. Procedimiento de cobro de la Garantía Parcial Bancaria

La Garantía parcial Bancaria deberá ser activada por parte del Agente Administrador de la Emisión en caso de presentarse un incumplimiento del Emisor y los Avalistas. De manera general, a continuación se presenta una descripción general del procedimiento a través del cual éste podrá proceder a realizar el cobro de la Garantía Parcial Bancaria.

En primer lugar, el Agente Administrador de la Emisión presentará al Emisor las preliquidaciones de las sumas que deben ser giradas para cumplir con sus obligaciones derivadas de la Emisión por lo menos con cinco (5) días hábiles de antelación a la fecha del vencimiento del pago correspondiente.

El día hábil siguiente del recibo de las preliquidaciones, el Emisor debe indicar si procederá a realizar el pago respectivo, o si el mismo será realizado por alguno de sus Avalistas.

La liquidación definitiva debe ser acordada entre el Emisor y el Agente Administrador de la Emisión dentro de los dos (2) días hábiles anteriores a la fecha del pago.

Si el día del pago, el Emisor o sus Avalistas incumplen total o parcialmente la obligación respectiva de cualquiera de las series, habrá lugar a la aceleración del pago de capital e intereses causados hasta la fecha de aceleración de los bonos, tanto de la Serie A7 como de la Serie A10, por lo que será inmediatamente exigible y el Agente Administrador de la Emisión podrá proceder a hacer efectiva la Garantía Parcial Bancaria.

Para estos efectos, el Agente Administrador de la Emisión deberá presentar en las oficinas del Garante los siguientes documentos, a más tardar el día hábil siguiente a la fecha del incumplimiento:

- (i) Una declaración indicando el incumplimiento en el pago de capital o intereses por el Emisor y los Avalistas, con especificación de la cantidad debida por tales conceptos hasta dicha fecha y la cantidad solicitada al Garante. La cantidad que podrá ser cobrada al Garante será la menor entre: (i) la cantidad debida por capital e intereses causados de

los Bonos de la Serie A7 y de la Serie A10 que sea informada por el Agente Administrador de la Emisión y (ii) el Valor Garantizado por la Garantía Parcial Bancaria.

(ii) Original del documento que acredite la existencia y representación del Agente Administrador de la Emisión expedido en un plazo no superior a treinta (30) días contados a partir de la fecha de radicación de la solicitud.

(iii) Copia simple de la Garantía Parcial Bancaria.

Dentro de los siete (7) días hábiles siguientes a la recepción de la solicitud, el Garante revisará los documentos y si el requerimiento estuviere conforme, realizará el pago correspondiente en la cuenta indicada por el Agente Administrador de la Emisión.

Una vez recibidos los recursos del Garante, el Agente Administrador de la Emisión procederá a distribuirlos entre los Tenedores a prorrata de su participación en el monto emitido de cada una de las series.

En el caso en que los recursos recibidos del Garante no cubran el monto total insoluto por concepto de capital e intereses, el Agente Administrador de la Emisión informará a través de una comunicación escrita dirigida a (i) los depositantes directos y (ii) a los entes de control, con el fin de que éstos ejerciten las acciones a que haya lugar, a través de cualquier medio idóneo en los términos previstos en el Artículo 57 del reglamento de operaciones del Agente Administrador de la Emisión.

EL PROCEDIMIENTO DESCRITO EN ESTA SECCIÓN ES DE CARÁCTER INFORMATIVO Y PODRÁ SER OBJETO DE AJUSTES REQUERIDOS POR LA SFC CON OCASIÓN DEL TRÁMITE QUE REALICE EL EMISOR PARA OBTENER LA ACTUALIZACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN DE INSCRIPCIÓN DE LOS BONOS EN EL RNVE.

7.5. Observaciones de la Calificadora en relación a las condiciones y procedimiento operativo de la Garantía

En el Concepto de la Calificadora que obra como Anexo 1 del presente Informe, se establece que *“La inclusión de la garantía parcial bancaria en reemplazo de los avalistas liberados es un factor positivo teniendo en cuenta la solidez crediticia de su garante y la exigibilidad de este instrumento al ser irrevocable y de primer requerimiento”*.

En todo caso, la Calificadora realiza ciertas observaciones sobre las condiciones y procedimiento operativo de la Garantía Parcial Bancaria. Dichas observaciones se presentan a continuación, con ciertas precisiones que el Emisor considera pertinente realizar.

a) *La ejecución de la garantía (y por ende el pago a los tenedores de los bonos) sólo podrá realizarse con posterioridad a la declaración del incumplimiento de las obligaciones del Emisor y las Avalistas. A la luz de las condiciones actualmente establecidas con los tenedores de bonos, esto implicaría que, en caso de que se requiera hacer uso de este instrumento, el pago a los tenedores de los bonos se hará en un periodo máximo de siete días hábiles posteriores a la fecha de vencimiento de las obligaciones.*

Consideración del Emisor: La razón para establecer que la garantía sólo pueda cobrarse luego de ocurrido un evento de incumplimiento radica en querer garantizar un tratamiento igualitario a todos los Tenedores de bonos, esto es, tanto a los tenedores de bonos de las Serie A7 como a los

de la Serie A10. El tratamiento equitativo se da porque ante un evento de incumplimiento en el pago de capital o intereses de alguna de las series, se acelera el plazo de las obligaciones de ambas series y, por consiguiente, el cobro de la garantía beneficia a todos los tenedores de bonos por igual. Si por el contrario, la garantía se pudiese cobrar ante un evento que no genere propiamente un incumplimiento, no se podría acelerar el plazo de las series y pudiese ocurrir entonces que la garantía beneficie solo a unos tenedores en detrimento de otros.

- b) *A pesar de lo anterior, se resalta que las obligaciones derivadas de la garantía son autónomas y principales. Es decir, su pago una vez efectuada la entrega de la documentación correspondiente por parte de Deceval a BANCOLOMBIA S.A. (procedimiento que se encuentra claramente establecido dentro de los documentos relacionados con la modificación de avalistas), no estará sujeto a acciones dependientes del Emisor ni a verificaciones sobre la situación financiera del mismo por parte de terceros.*

Consideración del Emisor: Coincidimos con la Calificadora en el sentido que para el cobro de la garantía no se requiere acciones específicas del Emisor.

- c) *El contrato de la garantía establece que sólo se admiten hasta dos requerimientos de pago sin que en el agregado excedan el valor garantizado. En consecuencia, una vez realizado el pago de dichos requerimientos cesará toda responsabilidad de Bancolombia con los tenedores de bonos aún bajo el escenario en que el monto de estas solicitudes sea inferior al máximo valor garantizado por serie.*

Si bien la cláusula de aceleración de los bonos reduce las posibilidades de que los incumplimientos de pago de capital y/o intereses de la emisión sean mayores al máximo número de requerimientos (dos), esta restricción podría limitar la flexibilidad de la estructura para hacer frente a posibles errores operativos o de cálculo por parte de Deceval en la solicitud de ejecución de la garantías.

Consideración del Emisor: Teniendo en cuenta esta observación, la Garantía Parcial Bancaria permitirá no dos (2) sino hasta tres (3) requerimientos de pago lo que mitiga de manera considerable el riesgo operativo que señala la Calificadora. Tradicionalmente, una garantía de este tipo suele admitir un solo requerimiento de pago.

- d) *De acuerdo con los documentos suministrados, la liquidación o insolvencia de Carvajal SA o de alguna de las Empresas Avalistas no es una causal para la activación de la garantía ni implica que la misma se constituya en una fuente de pago de carácter prioritario para los tenedores de los bonos una vez ocurra alguno de los eventos mencionados. No obstante, esta situación no limita el derecho del beneficiario para solicitar la ejecución de la garantía dentro de los términos claramente establecidos en el Adenda No. 1 al Prospecto de Emisión.*

Consideración del Emisor: Debido al carácter de autónoma e irrevocable de la Garantía Parcial Bancaria, la misma conservará su vigencia y podrá en todo caso ser cobrada a favor de los Tenedores en caso de incumplimiento y a pesar del eventual proceso de insolvencia del Emisor. En este sentido, los Tenedores tendrán asegurado un monto considerable de la Emisión el cual no hará parte del eventual proceso de reorganización o insolvencia del Emisor.

- e) *La activación de la garantía podría verse limitada en caso de que Bancolombia entre en un proceso de toma de posesión. de reorganización, insolvencia, restructuración,*

concordato, o liquidación obligatoria o cualquier tipo de proceso que afecte los derechos de acreedores.

Consideración del Emisor: El Emisor considera que este riesgo es remoto, pues como consta en el mismo concepto de la Calificadora, “*Bancolombia cuenta con calificación AAA en Deuda de Largo Plazo y BRC1+ en Deuda de Corto Plazo otorgada por BRC Investor Services en el Comité Técnico del 16 de abril de 2014. acta No. 623.*”

8. Efectos económicos y financieros de la propuesta

8.1. Flexibilidad financiera

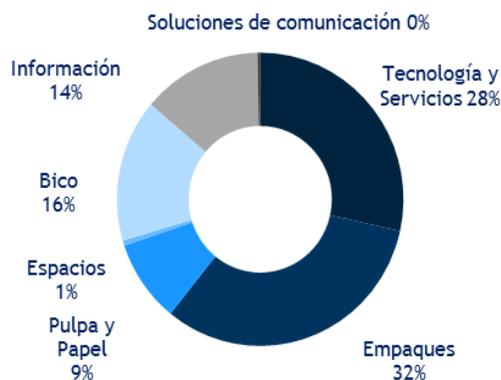
Como se ha mencionado a lo largo del documento, la Liberación de los Avalistas contribuye a la obtención de la flexibilidad financiera necesaria para que la Organización Carvajal pueda ejecutar su plan de reducción de apalancamiento.

8.2. Valor de la Garantía Parcial Bancaria equivalente a la generación operativa de los Avalistas Liberados

El EBITDA total de la Organización Carvajal en 2013 fue de \$292,342 millones, en donde Bico Internacional y Carvajal Información aportaron cerca del 30%.

Dado que el EBITDA de las compañías refleja la capacidad de pago de las mismas dentro de la Organización Carvajal, se encuentra que estas dos compañías estarían aportando cerca del 30% de la capacidad de pago lo que corresponde a ciento veinte mil millones de pesos (\$120,000,000,000) de los Bonos. En este sentido, el valor de la Garantía Parcial Bancaria más que compensa el aporte que hacen Bico Internacional y Carvajal Información como Avalistas de la Emisión.

Distribución por EBITDA 2013



Fuente: Carvajal S.A.

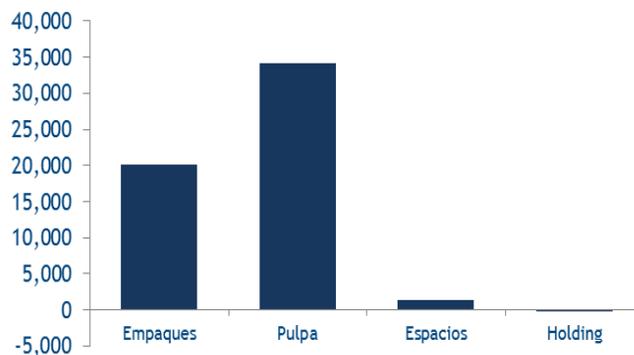
Por todo lo anterior, la Garantía Parcial Bancaria ofrecida a los Tenedores no sólo soporta más que proporcionalmente la capacidad de pago de los Avalistas Liberados, sino que también tiene las siguientes ventajas:

- Es una garantía otorgada por un banco de primera línea, líder en Colombia y calificado AAA(col).
- En caso de incumplimiento en los pagos, la Garantía Parcial Bancaria se convierte en un instrumento de cobro más rápido y eficaz para los inversionistas.
- Es un instrumento líquido que le permitirá a los Tenedores ejecutar el pago hasta por el Valor Garantizado en caso de incumplimiento del Emisor, sin perjuicio de poder perseguir el remanente con los flujos y activos del Emisor y del resto de Avalistas.

En conclusión, los Tenedores contarán con mejores condiciones que las iniciales fijadas en el Prospecto, ya que gozarán de una garantía que es cuantitativa y cualitativamente superior a la otorgada por los Avalistas Liberados.

8.3. Perspectivas de los Avalistas

Flujo de caja libre Avalistas (Proyectado 2014)



Fuente: Carvajal S.A.

Carvajal Empaques luego de tres años de intensas inversiones en activos fijos estará preparada para capturar ingresos futuros. Se espera que el mercado mexicano, el cual fue fuertemente afectado por la recesión económica en Estados Unidos, comience a recuperarse satisfactoriamente. En Colombia, Perú y Chile se continuará ganado mercado gracias a las inversiones efectuadas.

De otro lado, Carvajal Pulpa y Papel estará en una mejor posición para contar con la materia prima necesaria para su operación. A su vez, continuará implementando sus programas de eficiencia operacional.

Finalmente, Carvajal Espacios buscará continuar el crecimiento de ingresos a través de la integración de propuesta de valor con Almatec, la unidad de negocio de logística de almacenamiento.

En conclusión, la propuesta de Liberación de los Avalistas acá contenida, junto con las operaciones sobre los Avalistas Liberados permitirá:

1. Ganar flexibilidad financiera de tal forma que la Organización Carvajal pueda continuar con su propósito de reducir el nivel de apalancamiento consolidado, mejorando su perfil crediticio y demás indicadores financieros.

2. Beneficiar a los Tenedores con la inclusión de una Garantía Parcial Bancaria líquida, irrevocable y a primer requerimiento al tiempo que se mantienen como Avalistas a compañías operativas que continuarán aportando flujos de caja positivos para el pago de las obligaciones derivadas de la Emisión.
3. Continuar con la estrategia de largo plazo de la Organización Carvajal.

9. Anexos

Anexo 1 Concepto la Calificadora

Atentamente,

[ORIGINAL FIRMADO]

Victoria Eugenia Arango Martínez
c.c. 31.168.414 de Palmira
Representante Legal
CARVAJAL S.A.

Anexo 1 Concepto BRC