

Bogotá D.C., Mayo 16 de 2014

Doctor
BERNARDO QUINTERO
Representante Legal
ORGANIZACIÓN CARVAJAL S.A.
Ciudad

Referencia: Propuesta de modificación del Prospecto de los Bonos Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.) por \$400.000 millones.

Apreciado Doctor Quintero:

De la manera más atenta, me permito dar respuesta a la solicitud efectuada por ustedes en fecha 19 de Marzo de 2014 con información complementaria recibida hasta el 14 de mayo del mismo año, relacionada con la modificación propuesta por la Organización Carvajal sobre la estructura de las garantías de los Bonos de la referencia.

Como se indica en la información entregada por Carvajal S.A, esta modificación busca "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". "En razón a la modificación en los Avalistas ... se adiciona como garantía de la Emisión la Garantía Parcial Bancaria otorgada por Bancolombia S.A" hasta ciento veinte mil millones de pesos: (\$120.000.000.000). Dicho monto corresponde al 30% del total de la emisión, porcentaje que, a su vez, es equivalente al aporte de las compañías previamente mencionadas al EBITDA consolidado generado por el Emisor durante 2013.

Una vez efectuado el análisis de los resultados de las Empresas Avalistas¹ a cierre de 2013 y la revisión tanto de la documentación² suministrada por Carvajal como del concepto legal emitido por Brigard y Urrutia Abogados³, concluimos lo siguiente:

¹ Las cuales son: Carvajal Propiedades e Inversiones S.A., Carvajal Información S.A.S., Carvajal Pulpa y Papel S.A., Bico Internacional S.A., Carvajal Espacios S.A.S. y Carvajal Empaques S.A.

² Este concepto se basa en las versiones de los siguientes documentos entregadas el 14 de Mayo de 2014: 1) la Adenda al Prospecto de Emisión y Colocación de la Emisión de Bonos de Carvajal S.A., 2) el contrato de la Garantía bancaria independiente a primer requerimiento irrevocable emitida por Bancolombia S.A., 3) el otrosí al contrato de representación legal de los tenedores de bonos celebrado entre Carvajal S.A. y Alianza Fiduciaria S.A., 4) el otrosí al compromiso de los avalistas, 5) el otrosí al contrato de prestación de servicios de depósito y administración perfeccionado a través de la aceptación por parte de Carvajal S.A. a la oferta mercantil de servicios presentada por Deceval S.A.; y 6) el Informe del Emisor a los inversionistas.

³ Dicho concepto fue expedido el 28 de abril de 2014 en el contexto de la revisión de una garantía bancaria independiente a primer requerimiento irrevocable por \$120.000 millones a ser expedida por Bancolombia S.A. por orden de Carvajal S.A. en beneficio de los tenedores de bonos ordinarios emitidos por Carvajal S.A.

- 1) 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 garante⁴ y la exigibilidad de este instrumento al ser irrevocable y de primer requerimiento.

No obstante, en relación con las condiciones y el procedimiento operativo de la garantía tenemos las siguientes observaciones:

- 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.
- 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.
- 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 garantía.
- d) De acuerdo con los documentos suministrados, la liquidación o insolvencia de Carvajal S.A. 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.
- e) La activación de la garantía podría verse limitada en caso de que Bancolombia entré 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.

⁴ Bancolombia cuenta con una 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.

- 2) Al analizar el desempeño financiero y operacional de las avalistas remanentes⁵, se observa un cierto deterioro en su capacidad de generación de EBITDA durante 2011, 2012 y 2013, explicado por diferentes factores internos y externos que afectaron a Pulpa y Papel y el impacto que el menor dinamismo de la economía mexicana tuvo en los resultados de Carvajal Empaques⁶. Esta dinámica, junto con el nivel de endeudamiento de estas compañías, conllevó a que, en conjunto, la relación deuda/EBITDA consolidada de la Organización Carvajal tuviera un incremento importante entre 2012 y 2013 al pasar de 3,83 veces a 5,31 veces.

Aunque los resultados obtenidos por Pulpa y Papel durante el segundo semestre de 2013 muestran indicios de una posible recuperación de la compañía y las demás regiones diferentes a México donde Carvajal Empaques tiene presencia tuvieron crecimientos en su nivel de ventas durante 2013, las condiciones actuales de las industrias y los mercados donde participan las avalistas remanentes plantean un desafío importante para la Organización Carvajal en términos del cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA presentadas a la Calificadora para el periodo 2014-2016. Este aspecto será objeto de seguimiento por parte de BRC y cualquier desviación evidenciada en el mismo implicará modificaciones en la calificación asignada.

- 3) Las actividades efectuadas por la Organización Carvajal tendientes a reducir su nivel de apalancamiento y obtener una mayor flexibilidad financiera son ponderadas positivamente. No obstante, es importante que el Grupo muestre mayor consistencia en la toma de decisiones en esta materia pues los planes de acción propuestos por el Calificado durante los últimos tres años han sido objeto de cambios diversos y significativos.

De igual forma, nos permitimos aclarar que todos los conceptos emitidos por BRC con anterioridad al 16 de Mayo de 2014 no tienen validez.

Espero haber atendido a satisfacción su solicitud, no sin antes manifestarle mi disposición para aclarar o complementar cualquier aspecto que juzgue conveniente.

Cordial saludo,


MARIA CAROLINA BARÓN BUITRAGO
Representante Legal

⁵ Entendidas como las compañías que conservarían su carácter de garantes una vez se perfeccione la modificación propuesta por el Emisor (Carvajal Propiedades e Inversiones S.A., Carvajal Pulpa y Papel S.A., Carvajal Espacios S.A.S. y Carvajal Empaques S.A.).

⁶ Un mayor detalle de estos eventos y de la situación del Calificado se puede encontrar en: Bonos Carvajal S.A. - Revisión Periódica 2013.