

## II. FACTORES DE RIESGO

Entre los principales factores de riesgo que pueden afectar adversamente las fuentes de ingreso de la presente Oferta se pueden mencionar:

### 2.1. De la Oferta

#### 2.1.1. Riesgo de Pérdida:

Al período auditado al 31 de diciembre de 2014, el Emisor cuenta con una pérdida neta por la suma de US\$3,532.00, y al período trimestral culminado al 30 de septiembre de 2015 el Emisor contaba con una pérdida de US\$42,746.

#### 2.1.2. Riesgo de Ausencia de Garantías

Todos los Bonos Corporativos que componen el Programa Rotativo del Emisor están respaldados por el Crédito General del Emisor, y a la fecha de su colocación inicial no contará con garantía real para el pago de capital e intereses de los Bonos.

Ciertas Series de la presente emisión podrán estar garantizadas por un Fideicomiso de Garantía a favor de sus Tenedores Registrados. Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado y por consiguiente su valor de realización podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas con la Emisión.

Ciertas Series de la presente emisión podrán no estar garantizadas y serán respaldadas únicamente por el crédito general del emisor.

#### 2.1.3. Riesgo de Repago de Capital

La fuente principal para el pago de capital de los Bonos provendrá de los cánones de arrendamiento de los arrendatarios de las empresas relacionadas al emisor, y en menor escala de empresas no relacionadas al emisor. Dichos contratos, estarán cedidos al fideicomiso de garantía, y la cesión será una Obligación de Hacer de parte del emisor.

Los contratos de arrendamiento, serán previamente entregados a la Superintendencia del Mercado de Valores en conjunto con el suplemento al prospecto informativo a fin de verificar que dichos contratos cumplen con la cláusula 3.1.7 literal b "Obligaciones de Hacer" acápite xiv; "el emisor debe mantener en todo momento una Cobertura de Flujos provenientes de los cánones de arrendamiento mayor a 1.0 veces los intereses y capital de todas las series emitidas."

De no cumplirse lo anterior, no existirá seguridad en el repago de capital.

#### 2.1.4. Riesgo de Subordinación al Pago de Capital e Intereses.

Es probable que a la fecha de colocación de la presente oferta, el Emisor aún cuente con una o varias de las Series de los Bonos emitidos y en circulación de su primera emisión y oferta pública autorizada mediante la Resolución SMV No. 7-13 del 10 de enero de 2013 por el monto de US\$150,000,000.00, que podrían tener prelación sobre una o varias de las Series de esta emisión. Específicamente, las series A, C y E de la emisión efectuada en 2013 no son series subordinadas, por lo cual tendrían igual prelación sobre las series no subordinadas a emitirse bajo este Prospecto Informativo.

De las misma forma, las series garantizadas a emitirse bajo este Prospecto Informativo de US\$500,000,000.00, tendrán prelación de pago sobre las series subordinadas a emitirse bajo este Prospecto Informativo de US\$500,000,000.00.

### 2.1.5. Riesgo de Emisiones en Circulación.

A la fecha de colocación del Programa Rotativo de Bonos Corporativos del Emisor, este mantiene en el mercado debidamente emitidos y en circulación los Bonos autorizados mediante Resolución SMV No. 7 de 10 de enero de 2013. Veamos:

Serie	Monto de la Emisión	Tipo de Valor	Resolución expedida por la SMV	Garantizada	Vencimiento	Monto en circulación	Monto Disponible
Serie A	\$40,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	Si	15/01/2023	\$40,000,000	0
Serie B	\$20,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	No	06/02/2023	\$20,000,000	0
Serie C	\$34,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	Si	04/12/2023	\$32,500,000 <sup>(1)</sup>	0
Serie D	\$18,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	No	08/01/2033	\$18,000,000	0
Serie E	\$8,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	Si	20/11/2024	\$8,000,000	0
Serie F	\$30,000,000	Bonos Corporativos	SMV No.7-13 del 10 de enero de 2013	No	06/05/2035	\$30,000,000	0
						Total=\$148,500,000	Total= \$0

<sup>(1)</sup> Serie ha amortizado \$1,500,000.00

De igual manera, el Emisor tiene la facultad de emitir ciertas Series de los Bonos de esta emisión teniendo como garantía de repago de capital y pago de intereses un Fideicomiso Irrevocable de Garantía y Administración. En este orden de ideas, aquellos Bonos que no estén garantizados estarán subordinados al repago de capital y pago de intereses de aquellos Bonos que sí cuenten con una garantía para repago de capital y pago de intereses de los mismos.

Ciertas Series por emitir no garantizadas serán respaldadas exclusivamente por el crédito general del emisor.

### 2.1.6. Riesgo de Calificación de Riesgo

Esta oferta no cuenta con una calificación de riesgo de una organización calificadora de riesgo. Los inversionistas tendrán que realizar su propio análisis sobre los mismos.

### 2.1.7. Riesgo de Condiciones Financieras

Los términos y condiciones de los Bonos contienen acuerdos y restricciones financieras, según se detallan en la Sección 3.1.7.. Compromisos del Emisor de este Prospecto Informativo, que podrían limitar la flexibilidad financiera y operativa del Emisor.

#### **2.1.8. Riesgo de Redención Anticipada**

Cada una de las Series de este Programa Rotativo de Bonos Corporativos podrán ser redimidas, total o parcialmente, a opción del Emisor sujeto a lo descrito en el Presente Prospecto Informativo o a los términos y condiciones comunicados mediante Suplemento al Prospecto Informativo, tanto a la Superintendencia del Mercado de Valores, como a la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., a más tardar dos (2) días hábiles antes de la Fecha de Redención anunciada. Por tratarse de un Programa Rotativo de Bonos Corporativos a la Fecha de la impresión de este Prospecto Informativo, el Emisor no puede establecer los términos y condiciones de Redenciones Anticipadas de las futuras Series, por lo que cada Suplemento al Prospecto Informativo de la respectiva Serie a emitir, podrá incluir nuevos términos, aplicables a dicha Serie en particular en los cuales no estarán desarrollados en el presente Prospecto Informativo, por consiguiente serán adicionales a los ya establecidos en la Sección 3.1.9-Redención Anticipada de este Prospecto Informativo.

#### **2.1.9. Riesgo de Obligaciones de Hacer y No Hacer**

El incumplimiento por parte del Emisor de cualquiera de las Obligaciones de Hacer o de las Obligaciones de No Hacer descritas en la Sección 3.1.7. Compromisos del Emisor de este Prospecto Informativo y en los Bonos, o de cualesquiera términos y condiciones de los Bonos o de los demás documentos y acuerdos que amparan la presente Emisión conllevará, siempre que dicho incumplimiento dé lugar al derecho de que se declare el vencimiento anticipado de la deuda bajo los Bonos por razón de su aceleración, y en efecto se declare dicha aceleración, al vencimiento anticipado de las obligaciones del Emisor bajo los Bonos.

#### **2.1.10. Riesgo de Modificación de Términos y Condiciones**

El Emisor, como se lee en la Sección 3.1.14 del presente prospecto, podrá modificar los términos y condiciones de la presente Emisión, en cualquier momento, con el voto favorable de los Tenedores Registrados que representen por lo menos el cincuenta y un por ciento (51%) del capital adeudado de la Serie de los Bonos que se pretende modificar (la "Mayoría de los Tenedores Registrados").

Las modificaciones que guarden relación con las Garantías, Tasa de Interés y Fecha de Vencimiento de los Bonos, requerirán de la aprobación de una Súper Mayoría de los Tenedores Registrados, es decir aquellos Tenedores Registrados que representen al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del saldo insoluto de la Serie de los Bonos emitidos y en circulación que se pretenda modificar. Para mayor información, consúltese la Sección denominada "Modificaciones y Cambios" dentro del presente Prospecto Informativo.

No obstante la generalidad de lo preceptuado en los párrafos que anteceden, el Emisor no requerirá solicitar autorización de los Tenedores Registrados de aquellas Series de Bonos cuyo pago de capital e intereses sean garantizadas mediante Contrato de Fideicomiso Irrevocables de Garantía y Administración, cuando la enmienda consista en (i) incluir o adicionar fincas u otros activos al patrimonio fideicomitado; (ii) retirar o reemplazar bienes o fincas del patrimonio fideicomitados; y/o (iii) aceptar que terceras personas aporten activos o fincas al patrimonio fideicomitado en beneficio de los Tenedores Registrados, siempre y cuando el valor del patrimonio fideicomitado se mantenga en todo momento en o por arriba del ciento treinta y cinco por ciento (135%) del saldo insoluto de capital e intereses de los Bonos garantizados por dicho Contrato de Fideicomiso. Para efectuar dichas enmiendas, el Emisor deberá contar con la anuencia del Fiduciario, actuando en su plena discreción.

#### **2.1.11. Riesgo de Vencimiento Anticipado**

Esta Emisión de Bonos conlleva ciertos Eventos de Incumplimiento que en el caso de que se suscite alguno de ellos, de forma individual o en conjunto, puede dar lugar a que se declare de plazo vencido esta Emisión según se describe en la Sección 3.1.8. de este Prospecto Informativo.

#### **2.1.12. Riesgo de Liquidez**

El mercado de valores panameño es pequeño y poco desarrollado. No existe un gran número de inversionistas institucionales e inversionistas en general que facilite la venta de valores de manera permanente. Por ende, un Tenedor Registrado que desee vender sus Bonos podría no encontrar compradores para ellos en ese momento.

Los Bonos se ofrecerán tanto a personas naturales como a instituciones. Los accionistas, directores, dignatarios y demás empleados del Emisor tendrán derecho a ser Tenedores Registrados de los Bonos. Adicionalmente, no existe limitación en cuanto al número de Tenedores Registrados o porcentaje de tenencia de los títulos valores, lo cual puede afectar su liquidez.

#### **2.1.13. Riesgo de Tratamiento Fiscal**

El Emisor no puede garantizar que se mantendrá el tratamiento fiscal actual en cuanto a los intereses devengados por los Bonos y las ganancias de capital provenientes de la enajenación de los Bonos ya que la eliminación o modificación de dichos beneficios compete a las autoridades nacionales.

#### **2.1.14 Riesgo de Partes Relacionadas**

El saldo total de los préstamos, al trimestre culminado el 30 de septiembre de 2015, es por US\$147,687,145; parte de los fondos que se obtendrán de la venta de los bonos de la presente emisión, serán utilizados para otorgar facilidades crediticias a empresas que junto con el Emisor forman parte de un mismo grupo económico

#### **2.1.15 Riesgo de Tasa de Interés**

Los Bonos podrán devengar una tasa fija hasta su vencimiento, por tanto, si las tasas de interés aumentan de los niveles de tasas de interés vigentes al momento en que se emitieron los Bonos de esta Emisión, el inversionista perdería la oportunidad de invertir en otros productos a tasa de interés de mercado y recibir una tasa de interés superior.

#### **2.1.16. Riesgo de Prelación.**

Aquella (s) Serie (s) de los Bonos que sean garantizados con un Contrato de Fideicomiso Irrevocable de Garantía y Administración a favor de los Tenedores Registrados de dichas Series constituirán una obligación directa, no subordinada y garantizada del Emisor. El Emisor podrá emitir Series No Garantizadas las cuales, por ende, estarán subordinadas a las series que están o estarán garantizadas con garantías tangibles.

#### **2.1.17. Riesgo de Ausencia de Período de Disponibilidad.**

El Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por la suma de US\$500,000,000.00 **no cuenta** con un período de disponibilidad.

## **2.2. Del Emisor**

### **2.2.1. Riesgo General del Emisor**

El Emisor no cuenta con operaciones que pudiesen representar una fuente de repago adicional, visto que el Emisor es una sociedad de propósito especial cuyo principal objetivo de negocio es el extender facilidades de crédito a empresas que junto a ésta poseen accionistas en común, las cuales se dedican al negocio de arrendamiento de locales comerciales a TOVA S.A y otras empresas.

TOVA S.A, por su parte, se dedica al comercio al por menor de mercancía seca en general tales como ropas, calzados, cosméticos, artículos para el hogar, muebles, juguetes, electrodomésticos, golosinas, accesorios de vestir y perfumes; y cuenta con cadenas de tiendas por departamento, encaminadas a satisfacer los diferentes gustos en el mercado, con gran capacidad de empleomanía, por lo tanto el repago de los intereses y capital de esta Emisión pudiera depender de los ingresos o flujos de caja que reciben las empresas afiliadas del Emisor y empresas no afiliadas al Emisor.

El Emisor depende de las empresas afiliadas de las cuales no se incluye información financiera completa que permita medir la posición financiera de dichas empresas.

Debido a que el emisor lleva pérdidas acumuladas desde su registro en el 2013, y también indicando que debido a su finalidad como empresa, este no registra ningún tipo de ingresos, esto causará que el patrimonio se menoscabe.

### **2.2.2. Riesgo de Alto Nivel de Endeudamiento**

De colocarse la totalidad de esta Emisión, el apalancamiento financiero del Emisor (total de pasivos sobre capital pagado) sería de 65,002.3 veces. Este cálculo toma en consideración pasivo después de la emisión en el monto US\$650,023,141 y un capital pagado de US\$10,000.00 al 30 de septiembre de 2015.

En cuanto al apalancamiento financiero del Emisor (total de pasivos entre patrimonio) sería de (17,344) veces. Este cálculo toma en consideración pasivo después de la emisión en el monto US\$650,023,141 y patrimonio de US\$(37,478).

El índice de liquidez (activos circulantes *entre* pasivos circulantes) del Emisor al 31 de diciembre de 2014 fue de 1.75 veces y al 30 de septiembre de 2015 fue de 1.73 veces, respectivamente.

### **2.2.3. Riesgo de Dependencia de Clientes**

Cierto porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago de capital e intereses de los Bonos que conforman el Programa Rotativo lanzado por el Emisor provienen de las ventas al detal de mercancía seca de algunas empresas que con el Emisor forman parte de un mismo Grupo Económico. La principal fuente del repago de capital e intereses también provendrá de ingresos producto de Contratos de Arrendamiento por parte de TOVA, S.A. y otras empresas del mismo Grupo Económico así como empresas que no pertenecen al mismo Grupo Económico .

Las fluctuaciones en la economía nacional podrían incidir en alguna medida en las fuentes de ingresos identificadas como tales para el pago de capital e intereses del Programa Rotativo de Bonos del Emisor.

## **2.3. Del Entorno**

### **2.3.1. Riesgo País**

Esta Emisión es una oferta pública de Bonos de una institución de capital privado cuyas operaciones están concentradas en Panamá. Por tanto, los ingresos del Emisor y su capacidad de pago de los intereses y capital de la presente Emisión están ligados al comportamiento de la economía del país. Debido al tamaño reducido y a la menor diversificación de la economía panameña con respecto a las economías de otros países, la ocurrencia de acontecimientos adversos en Panamá, podrían tener un impacto más pronunciado que si se dieran en el contexto de una economía más diversificada y extensa. La condición financiera del Emisor también podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño, el cual ha ejercido y continúa ejerciendo influencia sobre muchos aspectos del sector privado. Otros acontecimientos políticos o económicos en Panamá, incluyendo cambios en las políticas arancelarias, tratados de libre comercio, políticas que afectan las tasas de intereses locales, duración y disponibilidad de créditos y políticas de tributación, sobre los cuales el Emisor no tiene ningún control, podrían afectar la economía nacional y en consecuencia potencialmente también al Emisor. Por ende, no pueden darse garantías de que el crecimiento en la economía de Panamá continuará en un futuro o que futuros acontecimientos políticos, económicos o regulatorios no afectarán adversamente al Emisor.

### **2.3.2. Riesgo Político**

La condición financiera del Emisor también podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño, el cual ha ejercido y continúa ejerciendo influencia sobre varios aspectos que afectan al sector privado, tales como la implementación de un rígido código laboral, subsidios de electricidad relacionados al aumento de los precios del combustible, políticas tarifarias, políticas reglamentarias, tributación y controles de precios. Por ende, ciertos cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño podrían tener un impacto negativo en el negocio del Emisor, aunque resulta difícil anticipar dichos cambios y la magnitud de dicho impacto en el abstracto.

### **2.3.3. Riesgo de Desastres Naturales, Caso Fortuito o Fuerza Mayor**

El acaecimiento de un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor o causar la interrupción de su capacidad de generar ingresos. Adicionalmente, el Emisor no puede asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural, no excederá los límites de cobertura de sus pólizas de seguro. Por otra parte, los efectos de un desastre natural en la economía panameña podrían ser severos y prolongados, causando una disminución en la actividad comercial del Emisor. La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno

que cause daños que exceden las coberturas de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y sus resultados operativos.

#### **2.3.4. Riesgo Legal, Impositivo y Reglamentario**

La Ley 18 de 2006 (la "Ley 18"), introduce algunas regulaciones sobre el tratamiento fiscal de las ganancias de capital generadas en la enajenación de valores. La Ley 18 reitera la excepción contenida en Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, que establece que las ganancias de capital generadas en la enajenación de valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores, siempre que la enajenación del valor se efectúe a través de una bolsa o mercado de valores organizado, están exentas del impuesto sobre la renta. Sin embargo, una enajenación de valores que no se efectúe a través de una bolsa o mercado de valores organizado, no gozaría de dicha exención. A la fecha, la Ley 18 no ha sido regulada y, debido a que sus disposiciones no exceptúan de su ámbito de aplicación las enajenaciones de valores que se llevan a cabo fuera de Panamá, no está claro si las disposiciones de la Ley 18 aplicarían a las enajenaciones de los Bonos realizadas fuera de Panamá en transacciones que se lleven a cabo fuera de una bolsa de valores o mercado organizado.

Adicionalmente, el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y su reforma a través de la Ley 8 del 15 de marzo del 2010 (la "Ley 8"), establecen que estarán exentos del Impuesto sobre la Renta los intereses u otros beneficios que se paguen o acrediten sobre valores registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores y que, además, sean colocados a través de una bolsa de valores o de otro mercado organizado.

El Emisor no puede asegurar que las reformas y regulaciones fiscales lograrán sus objetivos o que el gobierno panameño no adopte medidas adicionales en el futuro para captar recursos adicionales. El Emisor no garantiza que el tratamiento fiscal actual que reciben los intereses devengados de los Bonos y las ganancias de capital por las enajenaciones de los Bonos, según se describe en este documento, no sufrirá cambios en el futuro.

#### **2.4. De la Industria**

*Toda vez que la empresa es un vehículo para brindar crédito únicamente a sus afiliadas, los flujos de efectivo que se usarán para pagar los intereses y los bonos proviene de estas afiliadas, dichas afiliadas están en el negocio de alquiler de bienes inmuebles. Una mayor competencia del mercado de bienes inmuebles a través de nuevas construcciones podría causar que el flujo de efectivo de las empresas afiliadas disminuya.*

##### **2.4.1. Riesgo de Competencia**

Si bien el Emisor no es, per se, una sociedad operativa, un porcentaje considerable de los flujos para el pago de capital e intereses de los Bonos provienen, a su vez, de las operaciones de negocios de empresas que con ésta forman un grupo económico, conocido como "Grupo" TOVA, S.A.

Prácticas de competencia desleal podrían afectar de forma negativa los ingresos de dichas sociedades operativas, mismas, que en su mayoría se dedican a la venta de mercancía seca al detal.