

## II. FACTORES DE RIESGO

### A. De La Oferta

#### **Riesgo por Ausencia Temporal de la Constitución de la Garantía**

A la fecha de autorización del Prospecto Informativo, las Series A y B de esta Emisión no se encuentran garantizadas. No obstante, los Bonos serán garantizados por un Fideicomiso de Garantía el cual será constituido a favor de los Tenedores Registrados de los Bonos de esta Emisión y de los acreedores bajo la Línea de Adelantos Sindicada la cual será otorgada posterior a la Fecha de Liquidación de los Bonos Serie A y Serie B.

CALESA tendrá un plazo de sesenta (60) días calendario contados a partir de la Fecha de Liquidación de la Serie A y Serie B para constituir el Fideicomiso de Garantía y la primera hipoteca y anticresis sobre los bienes inmuebles a favor del Fiduciario y un plazo de ciento veinte (120) días calendario contados a partir de la Fecha de Liquidación de la Serie A y Serie B para constituir a la hipoteca de bien mueble a favor del Fiduciario. Así mismo, CALESA tendrá un plazo de sesenta (60) días calendario contados a partir de la Fecha de Liquidación de la Serie A y Serie B para perfeccionar el endoso de las pólizas de seguro, de los principales bienes muebles e inmuebles del Emisor y los Fiadores, en el Fideicomiso de Garantía.

De no llegarse a constituir el Fideicomiso de Garantía, la Emisión no contará con garantías reales que garanticen el repago de los Bonos emitidos.

#### **Riesgo de Garantía Compartida**

El Fideicomiso de Garantía también garantiza a los acreedores de una línea de adelantos sindicada (la "Línea de Adelantos Sindicada") que mantendrá el Emisor con Banco General, S.A., Global Bank Corporation, Metrobank, S.A. y BAC International Bank, Inc., hasta por la suma de US\$20,000,000.00, cuyo Agente de la Línea de Adelantos Sindicada es Banco General, S.A., por lo que ambas facilidades, la Emisión y la Línea de Adelantos Sindicada (en su conjunto las "Facilidades"), compartirán las mismas garantías.

No existe en el Fideicomiso de Garantía una segregación que determine cuáles bienes amparan a los Tenedores Registrados de esta Emisión y cuáles a los acreedores de la Línea de Adelantos Sindicada. En caso de darse alguna de las causales que permiten al Fiduciario ejecutar las garantías hipotecarias y anticréticas constituidas a su favor de conformidad con lo establecido en el Fideicomiso de Garantía, las sumas que obtenga el Fiduciario producto de dicha ejecución serán distribuidas al Agente de la Línea de Adelantos Sindicada y el Agente de Pago, Registro y Transferencia de los Bonos de esta Emisión, a prorrata de las sumas totales adeudadas por el Emisor en virtud de la Línea de Adelantos Sindicada y los Bonos de esta Emisión.

Cualquier modificación o dispensa que guarde relación con las Garantías de la Emisión, se requerirá de la aprobación de (i) los Tenedores Registrados que representen el 66.6% o más del total del saldo insoluto a capital de los Bonos emitidos y en circulación de ambas Series ("de Tenedores Registrados") y (ii) la Súper Mayoría de Acreedores bajo la Línea de Adelantos Sindicada (tal como esta expresión se define en la Sección III.A.11 de este Prospecto)

#### **Riesgo de Registro Colateral**

Con respecto a los bienes inmuebles y muebles del Emisor y las empresas del Grupo CALESA referidos en la Sección III.G.1 del presente Prospecto Informativo, y detallados en dicha sección del presente Prospecto Informativo, que se otorgarán en Primera Hipoteca y Anticresis, a favor del Fideicomiso de Garantía, para garantizar los Bonos de la presente Emisión, actualmente, sobre los mismos pesan actualmente gravámenes de primera hipoteca y anticresis a favor de BG Trust, Inc. hasta por la suma de OCHENTA MILLONES DE DOLARES (US\$80,000,000.00), que garantizan las siguientes obligaciones del Emisor (i) la emisión de bonos corporativos de hasta US\$50,000,000.00 autorizados mediante Resolución CNV No. 15-10 del 12 de enero de 2010 y (ii) la línea de crédito sindicada hasta por la suma de US\$30,000,000.00. El Fideicomiso de Garantía solo podrá ser constituido una vez el Emisor haya efectuado la redención anticipada y/o cancelación de la totalidad de los bonos emitidos y autorizados mediante la Resolución CNV No. 15-10 del 12 de enero de 2010 y la cancelación de la línea de crédito sindicada de US\$30,000,000.00. Por lo tanto, a la fecha de autorización de este Prospecto Informativo, y a la fecha de constitución del Contrato de Fideicomiso, la presente Emisión no contará con garantías.

En caso de que estos gravámenes no puedan ser cancelados dentro del plazo estipulado en la Sección III.G de este Prospecto para constituir las garantías de esta Emisión, el Emisor deberá solicitar a la Super Mayoría de Tenedores Registrados, aprobación para extender el plazo estipulado para constituir e inscribir las Primera Hipoteca y Anticresis, a favor del Fideicomiso de Garantía.

El incumplimiento de estas condiciones es considerado un Evento de Incumplimiento y podría dar lugar a que se que expida una Declaración de Vencimiento Anticipado, según se detalla en la Sección III.A.13.

#### **Riesgo Relacionado al Valor de la Garantía**

La Emisión estará garantizada por un Fideicomiso de Garantía. 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. Los bienes otorgados en garantía, fueron objeto de un avalúo con fecha 11 de octubre de 2013.

#### **Riesgo de Garantía Hipotecaria**

Algunos de los bienes inmuebles que se inscribirán al Fideicomiso de Garantía de la Emisión, son propiedad de algunas subsidiarias del Emisor y de empresas del mismo grupo económico, por lo que no son propiedad directa del Emisor. Por lo tanto, el Emisor no controla directamente estos bienes inmuebles.

#### **Ausencia de Avalúo de los Bienes Muebles**

Ninguno de los bienes muebles hipotecados a favor del Fideicomiso de Garantía cuenta con avalúos para determinar el valor de los mismos.

#### **Riesgo de Ausencia de un Fondo de Amortización**

La Emisión no cuenta con una reserva o fondo de amortización, por consiguiente los fondos para el repago de los Bonos provendrán de los recursos generales del Emisor y su capacidad de generar flujos en sus diversas áreas de negocios

#### **Eventos de Incumplimiento**

La presente emisión de Bonos conlleva la posibilidad de que se produzcan 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 la presente Emisión, tal como se describe en la Sección III.A.13 de este Prospecto Informativo

#### **Riesgo de Redención, y Pagos Extraordinarios de Capital**

El Emisor tiene la opción de redimir anticipadamente los Bonos, total o parcialmente, tal como se describe en la Sección III.A.9. Esto implica que frente a condiciones de baja en las tasas de interés del mercado, el Emisor podría refinanciarse redimiendo los Bonos sin que los Tenedores Registrados reciban compensación alguna por la oportunidad que pierden de seguir recibiendo una tasa superior, salvo las penalidades descritas en la Sección III.A.9. Además, en caso de que los Bonos, por razón de las condiciones prevalecientes en el mercado, se llegaren a transar por encima de su valor nominal, los Tenedores Registrados podrían sufrir un menoscabo del valor de su inversión si en ese momento el Emisor decidiera ejercer la opción de redención.

El Emisor podrá realizar estas redenciones anticipadas en cualquier Fecha de Pago con notificación al Agente de Pago, Registro y Transferencia con treinta (30) días calendario de anticipación. El monto mínimo

En los casos que se den Redenciones Anticipadas parciales o Pagos Extraordinarios de Capital, la suma asignada para la redención o pago no podrá ser menor de Un Millón de Dólares (US\$1,000,000.00) o sus múltiplos por encima de dicha suma, a menos que el Saldo Insoluto de Capital de dicha Serie sea menor a dicho monto, en cuyo caso la redención deberá ser por la totalidad del Saldo Insoluto de Capital correspondiente. Las redenciones parciales anticipadas se harán a prorrata a todos los Tenedores Registrados de la dicha Serie.

#### **Modificación de Términos y Condiciones**

Queda entendido y convenido que el Emisor podrá modificar los términos y condiciones de cualquiera de las Series de esta Emisión, en cualquier momento, con el consentimiento de aquellos Tenedores Registrados que representen el 51% del Saldo Insoluto a Capital de la totalidad de los Bonos emitidos y en circulación de ambas Series (la "Mayoría de Tenedores Registrados"), salvo para cualquier modificación que guarde relación con las Garantías de la Emisión se requerirá el consentimiento de (i) aquellos Tenedores Registrados que representen el 66.6% del Saldo Insoluto a Capital de la totalidad de los Bonos emitidos de ambas Series y en circulación ("Súper Mayoría de Tenedores Registrados") y (ii) de la Súper Mayoría de Acreedores bajo la Línea de Adelantos Sindicada (tal como esta expresión se define en la Sección III.A.11 de este Prospecto), y para cualquier modificación que guarde relación con la Tasa de Interés y la Fecha de Vencimiento que requerirán el consentimiento de aquellos Tenedores Registrados que representen el 90% del Saldo Insoluto a Capital de la totalidad de los Bonos emitidos y en circulación de ambas Series (la "Ultra Mayoría de Tenedores Registrados").



En caso de una modificación a los términos y condiciones de los Bonos que requiera la aprobación previa de los Tenedores Registrados de acuerdo a lo contemplado en la presente cláusula, se deberán aplicar las normas adoptadas por la Superintendencia del Mercado de Valores en el Acuerdo No. 4-2003 del 11 de abril de 2003, el cual regula el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores, así como cualquier otra disposición que ésta determine.

#### **Riesgo de Tasa de Interés**

En cuanto a los Bonos Serie B, con tasa de interés fija hasta su vencimiento, si las tasas de interés aumentarán de los niveles vigentes al momento que se emiten los Bonos de esta Emisión, el inversionista puede perder la oportunidad de invertir en otros productos a tasas de interés superiores.

#### **Riesgo por No Redención de Bonos**

En el caso que no se pueda efectuar la redención anticipada y/o cancelación de la totalidad de los bonos emitidos y en circulación autorizados mediante Resolución CNV No. 15-10 del 12 de enero de 2010, el Emisor se vería obligado a seguir haciendo frente a las obligaciones contraídas bajo dicha emisión correspondientes al pago de intereses y capital, lo cual puede afectar de manera adversa la capacidad del Emisor de hacer frente a las obligaciones de la presente Emisión.

A continuación se detallamos la información principal de los bonos autorizados mediante Resolución CNV No. 15-10 del 12 de enero de 2010:

Monto de la Emisión	Tipo de Valor	No. de Resolución de Autorización	Fecha de Vencimiento	Monto en circulación	Monto Disponible
\$50,000,000.00	Bonos Corporativos	CNV No. 15-10	12 de enero de 2017	\$21,767,000.00(*)	\$0.00

(\*) Tomando en cuenta la amortización realizada el 12 de octubre de 2015 por la suma de US\$1.250.000,00

#### **Riesgo de Prelación**

El pago de capital e intereses de los Bonos no tiene preferencia sobre las demás acreencias que se tengan contra el Emisor, excepto por las prelaciones establecidas por las leyes aplicables en casos de quiebra o concurso de acreedores.

En caso de que el Emisor se viera en la necesidad de obtener financiamiento distinto de la presente oferta de Bonos, la Emisión no tendría prelación sobre las deudas que pudiera contraer el Emisor en el desarrollo del negocio.

#### **Riesgos por Restricciones Financieras**

Los términos y condiciones de los Bonos contienen acuerdos y restricciones financieras que podrían limitar la flexibilidad financiera y operacional del Emisor.

#### **Obligaciones de Hacer y de No Hacer**

El incumplimiento por parte del Emisor de cualesquiera de las Obligaciones de Hacer y de las Obligaciones de No Hacer descritas en la Sección III.A.12, puntos (c) y (d), de este Prospecto Informativo, conllevaría, siempre que dicho incumplimiento de lugar al derecho que se declare el Vencimiento Anticipado de la deuda bajo los Bonos por razón de su aceleración y que en efecto se declare dicha aceleración, al Vencimiento Anticipado de las obligaciones del Emisor bajo los Bonos.

#### **Riesgo de Base de Clientes**

La capacidad de generar ingresos del Emisor depende de su habilidad de retener y aumentar su base de clientes. Una disminución de la fidelidad hacia las marcas del Emisor provocaría a su vez una disminución de su base de clientes (cantidad de consumidores), lo cual pudiera tener un efecto adverso en la rentabilidad de los negocios del Emisor y sus resultados operativos.

#### **Riesgo de Partes Relacionadas, Vínculos y Afiliaciones**

Los siguientes Directores y Dignatarios del Emisor, también fungen como Directores y Dignatarios de los Fiadores de la presente Emisión: Fiadores a Roberto Jimenez Arias, Gilberto Guardia García De Paredes, José Rodolfo Chiari Benedetti, Berta García de Paredes Chiari, como Directores y Dignatarios. Adicionalmente, todos los Fiadores, con excepción de Grupo

CALESA, comparten a Rogelio Arango Chiari como uno de sus Directores. Finalmente, tanto el Emisor como Grupo CALESA, comparten a Alberto Diamond como Director.

La señora Berta García de Paredes Chiari, es Directora del Emisor, y Directora/Presidente de los Fiadores, y mantiene una relación laboral con Banco General, S.A., Agente Estructurador de la presente Emisión, en donde desempeña la posición de Gerente de Banca Corporativa desde el 2005 a la fecha.

Tanto el Emisor como sus Fiadores (Grupo CALESA, S.A., Central de Granos de Coclé, S.A., Agrícola de Río Grande, S.A., Semillas de Coclé, S.A., Camaronera de Coclé, S.A., Industrias de Natá, S.A., Compañía Ganadera de Coclé, S.A., Agropecuaria Chorrillo, S.A., Restan, S.A. y Central de Abastos, S.A.), pertenecen al mismo grupo económico. El Emisor es una entidad 100% subsidiaria de uno de sus Fiadores, Grupo Calesa, S.A., el cual es Tenedora. Los Fiadores, Central de Granos de Coclé, S.A. y Semillas de Coclé, S.A. son subsidiarias del Emisor.

El Agente Estructurador, el Agente de Pago, Registro y Transferencia y el Suscriptor de la presente Emisión es la misma entidad, Banco General, S.A.

Banco General, S.A., es acreedor y Agente de la Línea de Adelantos Sindicada, por lo tanto es beneficiario del Fideicomiso de Garantía de la presente Emisión.

BG Investment Co., Inc. y BG Valores, S.A., Casas de Valores y Puestos de Bolsa de la presente Emisión, forman parte del mismo grupo económico, de Banco General, S.A., el cual es Suscriptor, Agente Estructurador y Agente de Pago, Registro y Transferencia de la presente Emisión.

BG Trust Inc., Agente Fiduciario de la presente Emisión, forma parte del mismo grupo económico de Banco General, S.A., el cual es Estructurador, Agente de Pago, Registro y Transferencia, y Suscriptor de la presente Emisión.

#### **Mercado Secundario**

No existe en la República de Panamá un mercado secundario de valores líquidos, por tanto los Tenedores Registrados de los Bonos pudiesen verse afectados en el caso de que necesiten vender los Bonos antes de su Fecha de Vencimiento, ya que el valor de los mismos dependerá de las condiciones particulares del mercado de valores.

#### **Responsabilidad limitada**

El artículo 39 de la Ley 32 de 1927 sobre Sociedades Anónimas de la República de Panamá establece que los accionistas sólo son responsables respecto a los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones. En caso de quiebra o insolvencia, el accionista que tiene sus acciones totalmente pagadas no tiene que hacer frente a la totalidad de las obligaciones de la sociedad, es decir, responde hasta el límite de su aportación.

#### **Ausencia de Calificación de Riesgo**

Esta Emisión no cuenta, ni el Emisor planea solicitar, una calificación de riesgo que proporcione al inversionista una opinión sobre el riesgo de la Emisión o la capacidad de pago del Emisor por lo que los inversionistas deberán realizar su propio análisis de los valores ofrecidos.

#### **Tratamiento Fiscal**

El Emisor no mantiene ningún control sobre las políticas de tributación de la República de Panamá, por lo que 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.

### **B. El Emisor**

#### **Riesgo de Pérdidas del Emisor y sus Subsidiarias; Camaronera de Coclé, S.A., Compañía Ganadera de Coclé, S.A., y Fiadoras de la Presente Emisión**

El Emisor registra pérdidas recurrentes desde agosto 2014, finalizando el periodo auditado al 31 de mayo de 2015, con una pérdida neta de US\$2,051,268.00. Para el trimestre finalizado el 31 de agosto de 2015, el Emisor registró una pérdida neta de US\$430,743.00. A continuación se detallan las pérdidas para cada periodo:



<b>Compañía Azucarera La Estrella, S.A.</b>	
Para el trimestre terminado el 31 de Agosto de 2014	(US\$540,821.00)
Para los 6 meses terminados el 30 de Noviembre de 2014	(US\$1,419,947.00)
Para los 9 meses terminados el 28 de Febrero de 2015	(US\$2,010,744.00)
Para los 12 meses terminados el 31 de Mayo de 2015	(US\$2,051,268.00)
Para el trimestre terminado el 31 de Agosto de 2015	(US\$430,743.00)
<b>Camaronera de Coclé, S.A.</b>	
Para los 12 meses terminados el 31 de Mayo de 2015	(US\$1,610,203.00)
Para el trimestre terminado el 31 de Agosto de 2015	(US\$944,246.00)
<b>Compañía Ganadera de Coclé, S.A.</b>	
Para el trimestre terminado el 31 de Agosto de 2015	(US\$19,025.00)

#### **Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas**

Al 31 de mayo de 2015 el Emisor mantiene en sus cuentas por cobrar a compañías relacionadas, un saldo por cobrar a Camaronera de Coclé, S.A. por US\$39,944,084.00. Camaronera de Coclé, S.A. se dedica a la cría y siembra de camarones que se ha visto afectada por el virus de la mancha blanca, situación recurrente para los últimos años, por lo que la capacidad de recuperar este saldo, que representa más del 50% del total de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, dependerá de que Camaronera de Coclé, S.A. genere operaciones lucrativas; a la fecha, el Emisor no ha reconocido una provisión para este fin. Camaronera de Coclé, S.A., para los doce (12) meses terminados el 31 de mayo de 2015, registró una pérdida por US\$1,610,203.00 y, para el trimestre terminado el 31 de agosto de 2015, registró una pérdida por US\$944,246.00.

#### **Cuentas por Cobrar a Clientes**

La capacidad de mantener una liquidez adecuada del Emisor va ligada a una gestión eficiente de sus cuentas por cobrar. Al 31 de agosto de 2015 el Emisor reporta cuentas por cobrar a clientes, a 121 días o más, por US\$2,162,300, lo que representa el 34% del total de las cuentas por cobrar a clientes. Una gestión ineficiente de las cuentas por cobrar podría ocasionar un aumento en las mismas, limitando la liquidez del Emisor y, por lo tanto, la capacidad de atender sus obligaciones.

#### **Alto Nivel de Endeudamiento**

Considerando el índice de endeudamiento para el sector agropecuario, el Emisor presenta un alto nivel de endeudamiento, lo cual refleja el riesgo de crédito, dado que podría afectar la flexibilidad, exposición a la insolvencia o capacidad de atender el pago de sus obligaciones o deudas.

A continuación se detalla el porcentaje (%) que representa cada rubro de los pasivos con respecto al Total de Pasivos al 31 de agosto de 2015.

El Emisor recibirá una Línea de Adelantos Sindicada por la suma de US\$20,000,000.00, la cual será otorgada al momento del refinanciamiento de las facilidades actuales del Emisor con fondos provenientes de la Emisión. Lo que podría representar que los índices de la deuda del Emisor cambiarán, con una tendencia hacia un mayor endeudamiento.



<b>Balance General (en US\$)</b>	<b>ago-15</b>	<b>%</b>
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos circulantes</b>		
Préstamos bancarios por pagar	36,693,621	45.4%
Bonos por pagar - porción circulante (*)	3,750,000	4.6%
Cuentas por pagar - Proveedores	2,997,001	3.7%
Adelantos recibidos de clientes	6,791	0.0%
Prestaciones laborales y gastos acum. por pagar	1,876,839	2.3%
<b>Total de Pasivos circulantes</b>	<b>45,324,252</b>	<b>56.1%</b>
<b>Pasivos no circulantes</b>		
Bonos por pagar - porción no circulante (*)	19,267,000	23.8%
Cuentas por pagar - partes relacionadas	15,354,426	19.0%
Provisión para prima de antig. e indemnización	844,126	1.0%
<b>Total de Pasivos no circulantes</b>	<b>35,465,552</b>	<b>43.9%</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>80,789,804</b>	<b>100%</b>

(\*) El 12 de octubre de 2015 se realizó una amortización por la suma de US\$1,250,000

No obstante, los fondos producto de esta Emisión serán utilizados para el refinanciamiento de los préstamos bancarios por pagar (US\$36,693,621), los bonos por pagar - porción circulante (US\$3,750,000) y los bonos por pagar - porción no circulante (US\$19,267,000), por un total de US\$59,710,621 al 31 de agosto de 2015.

Al 31 de agosto de 2015, el Emisor presenta un apalancamiento financiero (calculado en términos de total de pasivos *entre* total de capital pagado) de 3.29 veces. De colocarse la totalidad de los Bonos bajo esta Emisión por Sesenta Millones de Dólares (US\$60,000,000.00), el apalancamiento financiero del Emisor al 31 de agosto de 2015 aumentaría 3.30 veces.

A continuación se presenta el impacto que tendría la Emisión en el balance general del Emisor al 31 de agosto de 2015.

Capitalización y Endeudamiento	Antes de la Emisión	Después de la Emisión
(En US\$)	31/ago/2015	31/ago/2015
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos circulantes:</b>		
Préstamos bancarios por pagar	36,693,621	-
Bonos por pagar (Existente) (*)	3,750,000	-
Cuentas por pagar - Proveedores	2,997,001	2,997,001
Adelantos recibidos de clientes	6,791	6,791
Prestaciones laborales y gastos acum. por pagar	1,876,839	1,876,839
<b>Total de pasivos circulantes</b>	<b>45,324,252</b>	<b>4,880,631</b>
<b>Pasivos no circulantes:</b>		
Bonos por pagar	-	60,000,000
Bonos por pagar - porción no circulante (Existente) (*)	19,267,000	-
Cuentas por pagar - partes relacionadas	15,354,426	15,354,426
Provisión para prima de antigüedad e indemnización	844,126	844,126
<b>Total de pasivos no circulantes</b>	<b>35,465,552</b>	<b>76,198,552</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>80,789,804</b>	<b>81,079,183</b>
<b>Patrimonio</b>		
Acciones de capital	24,550,000	24,550,000
Valor pagado por las acciones en tesorería	(3,600,000)	(3,600,000)
Ganancias retenidas	52,337,447	52,337,447
Superávit por revaluación	2,813,000	2,813,000
Impuesto complementario	(251,876)	(251,876)
<b>Total de Patrimonio</b>	<b>75,848,571</b>	<b>75,848,571</b>
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>156,638,375</b>	<b>156,927,754</b>
<b>Apalancamiento Financiero</b>		
Total pasivos / patrimonio	1.07x	1.07x
Total pasivos / capital pagado	3.29x	3.30x

(\*) El 12 de octubre de 2015 se realizó una amortización por la suma de US\$1,250,000

La relación entre el valor nominal de esta Emisión y el capital pagado del Emisor es de 2.44 veces al 31 de agosto de 2015.

El apalancamiento financiero de Grupo CALESA (total pasivos *entre* total capital pagado) al 31 de agosto de 2015 se mantendría igual, en 1.33 veces, tanto antes como después de colocada la totalidad de los Bonos bajo esta Emisión por US\$60,000,000.

#### Ingresos

La principal fuente de ingresos del Emisor proviene de las ventas de azúcar en el mercado doméstico. Por lo tanto, los resultados futuros del Emisor dependerán principalmente del comportamiento del mercado doméstico y de la posición que el Emisor mantenga en esta industria. El riesgo del Emisor se deriva de no obtener el porcentaje del mercado y volumen de negocio esperado en el futuro y subestimar la capacidad competitiva de otras compañías que puedan ofrecer servicios y/o productos adicionales ó sustitutos.

Un cambio de preferencia de los consumidores, que conlleve a una reducción de los ingresos del Emisor, podría afectar adversamente la generación de flujos del Emisor de flujos del Emisor, y el repago de los Bonos.

#### Clientes

Grupo Industrias Lácteas y de Cervecería Nacional representan 20% y 21% respectivamente del total de ventas del Emisor. Por lo tanto, los resultados futuros del Emisor dependerán en parte al nivel de ventas a estos clientes por lo que una reducción



en dichas ventas podrían afectar adversamente la generación de flujos del Emisor, y el repago de los Bonos. Del resto de la cartera de clientes, no existe a nivel individual ninguno que represente el 10% o más del total de ventas anuales.

#### **Sindicatos**

El Emisor cuenta con una fuerza laboral de 2.648 empleados al 31 de agosto 2015 y mantiene una contratación colectiva con el Sindicato Unión de Trabajadores de la Caña y Derivados (UNITRACD), cuya negociación se completó satisfactoriamente a principios del 2014 firmando ambas partes el convenio colectivo que regirá la relaciones obrero patronal desde el 01 de mayo 2014 al 01 de mayo 2018.

#### **Riesgo por Saldos y Transacciones con Partes Relacionadas**

El Emisor es miembro de un grupo de compañías relacionadas que mantienen saldos, transacciones y relaciones importantes con las demás compañías del grupo. Debido a la naturaleza de estas transacciones, es posible que los términos contratados no sean los mismos de aquellos que normalmente resultan de transacciones entre entidades independientes.

El Emisor mantiene en la actualidad cuentas por cobrar a empresas que conforman parte del Grupo CALESA y que al 31 de agosto de 2015 ascienden a US\$47,307,817., tal como se describe en la Sección VIII (A) de este Prospecto Informativo.

#### **Riesgo por Ausencia de Políticas para el Otorgamiento de Créditos a Partes Relacionadas**

Actualmente ni el Emisor ni sus Fiadores mantienen políticas establecidas, en cuanto a contratos, plazo, tasas, vencimiento y garantías, para el otorgamiento de créditos entre partes relacionadas.

#### **Eventos Naturales**

El acaecimiento de un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor y/o interrumpir su capacidad de cultivo y cosecha. Adicionalmente, los daños sufridos debido a un desastre natural podrían exceder los límites de cobertura de las pólizas de seguro del Emisor. La ocurrencia de un desastre natural podría afectar adversamente los negocios, la condición financiera y/o los resultados operativos del Emisor.

### **C. El Entorno**

#### **Riesgo País**

Las operaciones del Emisor y de la mayoría de sus clientes están ubicados principalmente en la República de Panamá, donde más del 85% del total de sus ingresos se originan de las ventas de bienes producidos nacionalmente y distribuidos en todo el territorio nacional. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones bajo esta Emisión, dependen en gran medida de las condiciones políticas y económicas prevalecientes de tiempo en tiempo en Panamá.

#### **Condiciones Políticas**

La condición financiera del Emisor podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras 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 con el aumento de los precios del combustible, políticas tarifarias, políticas reglamentarias, entre otros. Las acciones que pueda tomar el gobierno panameño están fuera del alcance del Emisor y podrían afectar adversamente la condición financiera del Emisor.

#### **Condiciones políticas y económicas de América Latina**

De tiempo en tiempo, las economías de otros países latinoamericanos, en particular los de América Central, Brasil y México, han sufrido de altas tasas de inflación, devaluación de la moneda y/u otros acontecimientos que han tenido un efecto negativo no sólo en su economías, sino también en las economías de otros países de la región. A pesar de que las actividades del Emisor se concentran principalmente en Panamá, aún es posible que se pudiera ver afectado por la evolución adversa de otras economías latinoamericanas.

Tras la crisis de devaluación de la moneda y la consiguiente crisis financiera y económica en la década de 1990 en México, Rusia y Asia, las economías de algunos países de América Latina experimentaron reducción de los niveles de actividad económica. Como resultado de ello, no podemos asegurar que las altas tasas de inflación, volatilidad en los tipos de cambio o disminución en la actividad económica en otros países de América Latina o de los mercados mundiales, en general, no tendrán un efecto adverso en la economía panameña, en el Emisor, o en el valor de mercado de los Bonos.

#### **Tratamiento Fiscal**





De conformidad con el artículo 335 del Texto Único del Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, tal como éste ha sido reformado (la "Ley de Valores"), los intereses que se paguen o que se acrediten sobre valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá que sean colocados en oferta pública a través de una bolsa de valores u otro mercado organizado, estarán exentos del impuesto sobre la renta. Adicionalmente, en la Ley No. 18 de 2006 ("Ley 18") se introdujeron algunas regulaciones sobre el tratamiento fiscal de las ganancias de capital generadas por la enajenación de valores. La Ley 18 reitera la excepción contenida en la Ley 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, estarán 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 gozará de dicha exención. Esta sección es un resumen de las disposiciones legales vigentes y se incluye con carácter meramente informativo..

#### **D. La Industria**

##### **Riesgo de Regulación**

El azúcar es parte de la canasta básica de alimentos de la República de Panamá. Por lo que el Emisor está expuesto a que el gobierno panameño restrinja su precio, suministros, canales de distribución, entre otros.

##### **Factores Climatológicos**

Existen factores que escapan del control absoluto del Emisor y que pudieran afectar su desempeño económico, entre los cuales hay que destacar los factores climatológicos adversos o enfermedades que podrían afectar gravemente sus plantaciones de caña de azúcar, al igual que nuevos marcos legislativos o regulatorios que tuviesen un impacto negativo en su actividad comercial. Durante el Período actual el Fenómeno del Niño ha afectado los niveles de lluvia de manera importante lo que aumento la necesidad de riego en la plantaciones, viendo esto, la empresa ha tomado acciones a través de la implementación de sistema de tuberías de Polypipe que optimizan los sistemas de riego de la empresa y mejoran la utilización del agua, por otro lado, se ha implementado sistemas de riego por goteo que están en la fase de prueba. Para los próximos años la empresa tiene programado seguir invirtiendo en la infraestructura de riego y drenaje como parte de las respuestas al cambio climático. Las Subsidiarias y afiliadas del Grupo CALESA, S.A., y fiadores del Emisor (Central de Granos de Coclé, S.A., Agrícola Río Grande, S.A., Semillas de Coclé, S.A., Camaronera de Coclé, S.A., Industrias de Natá, S.A., Compañía Ganadera de Coclé, S.A., Agropecuaria Chorrillo, S.A., Resta, S.A., Central de Abastos, S.A.), realizan operaciones agroindustriales, lo que significa que dependen en gran medida de las condiciones climatológicas, para su buen desempeño económico.

##### **Competencia Local**

La industria azucarera local está compuesta por cuatro ingenios azucareros que operan en la actualidad en la República de Panamá. De estos, solo el Ingenio Ofelina, de propiedad del Emisor y el Ingenio Santa Rosa, de propiedad de la empresa Azucarera Nacional, S.A. tienen instalaciones para la producción de azúcar refinada, en adición a su producción de azúcar cruda para exportación y azúcar turbinada. Los otros dos ingenios son operados por las empresas Central Azucarera de Alanje, S.A. y Corporación Azucarera La Victoria, S.A. y producen en la actualidad azúcar cruda para exportación y azúcar turbinada. De darse variaciones en las capacidades instaladas de cualesquiera de estas empresas, la competencia por el mercado local podría experimentar cambios en su composición y participación.

##### **Competencia Extranjera**

La importación de azúcar al país está limitada por las tasas arancelarias consolidadas que fueron negociadas por la República de Panamá en su protocolo de adhesión a la Organización Mundial del Comercio (OMC) y lo regulado posteriormente a través del Decreto 25 del 13 de Octubre de 1999. La tasa arancelaria vigente para importación de azúcar a partir del año 2011 es de 144%. Posterior a este periodo, Panamá no ha asumido compromiso alguno de eliminar o disminuir esta protección. De igual manera la República de Panamá se encuentra protegida por el marco regulatorio de la OMC y por la legislación nacional vigente, la cual protege su derecho de evitar importaciones definidas como "dumping", es decir aquellas en que los bienes fuesen exportados al mercado panameño a un valor de venta inferior al precio mayorista del mercado doméstico del país originario de la exportación. No obstante lo anterior, si el gobierno de la República de Panamá decidiese voluntariamente eliminar estas tasas arancelarias, la rentabilidad de las operaciones del Emisor pudieran verse afectadas.

##### **Tratados de Exportación**

Entre las exportaciones de azúcar que realiza la República de Panamá, aproximadamente 30,578 toneladas están destinadas al mercado preferencial de cuotas de los Estados Unidos de Norteamérica, las cuales se dividen en partes iguales entre los cuatro ingenios azucareros que operan localmente. El establecimiento del sistema de cuotas es un régimen que se revisa periódicamente bajo el marco de una ley federal conocida como el "Farm Bill", mecanismo este reconocido por la OMC. Si

este mercado preferencial desapareciese y no fuese reemplazado por algún otro mecanismo que permita la introducción de este tipo de productos al mercado americano con estos beneficios, el margen de rentabilidad de dichas exportaciones disminuiría y esto afectaría igualmente el flujo de caja del Emisor.

Las exportaciones de azúcar sin refinar han disminuido en los dos últimos años debido a los bajos precios ofrecidos en el mercado internacional que hacen que esta operación tenga un nivel más bajo de rentabilidad. En los últimos dos periodos el Emisor ha escogido crecer en la producción doméstica, por lo que no ha exportado a dicho mercado.

#### **Riesgo por Pérdida de Incentivos**

Las operaciones del Emisor se acogen a un régimen de incentivos, mediante Resolución No. 4 de 4 de febrero de 2010, y que fue extendido hasta diciembre del 2016 por la ley 72 del martes 15 de Diciembre de 2015. Actualmente el Ministerio de Comercios e Industrias ("MICI") está desarrollando un nuevo marco legal en el cual amparar los incentivos al sector industrial.

Los principales incentivos a los que tiene acceso el Emisor por efecto de la resolución en mención son:

- Exoneración del impuesto sobre la renta sobre las utilidades netas reinvertidas para la expansión de su capacidad de producción o para producir artículos nuevos, en la medida que esa reinversión sea superior al veinte por ciento (20%) de la renta gravable en el ejercicio fiscal de que se trate.
- Régimen especial de arrastre de pérdidas, para efectos del pago del impuesto sobre la renta. Consiste en que las pérdidas sufridas durante cualquier año, podrán deducirse de la renta gravable en los tres (3) años inmediatamente posteriores al año en que se produjeron. La deducción podrá realizarse durante cualquiera de los tres (3) años o promediarse durante los mismos.
- El pago del impuesto de introducción de únicamente 3% más el ITBMS de las materias primas, productos semielaborados o intermedios, repuestos de maquinarias y equipos.

En el caso de no contar con los beneficios establecidos, los resultados del Emisor se verían afectados principalmente por el aumento del costo de los insumos, maquinarias y equipos que importa anualmente para la fabricación de azúcar.

#### **Disminución de la Cosecha de Caña de Azúcar a Nivel Nacional**

Del periodo 2013-2014 al periodo 2014-2015, a pesar que el cultivo de caña a nivel nacional aumentó, la cosecha total de caña de azúcar presenta una disminución del 4.1%, pasando de 2.736MM toneladas cosechadas (2013-2014) a 2.624MM toneladas cosechadas (2014-2015). Esta reducción en la cosecha se debe principalmente a una disminución de la productividad de las plantaciones, probablemente por temas climáticos o de disponibilidad de agua. Los últimos años se han visto caracterizados por fuertes sequías y disminución en la disponibilidad de diversas fuentes hídricas, lo que particularmente afecta siembras que no tienen riego, como es el caso tanto de algunas áreas comerciales de caña, como la de pequeños cañicultores, conocidos como colonos de caña. De hecho, debido al incremento de la sequía, se ha incrementado el tonelaje de caña, normalmente sin riego, que siembran productores para ser usados y/o vendidos para el consumo animal.

Cabe destacar que actualmente los campos del Emisor cuentan con disponibilidad de riego. Sin embargo, para prepararse ante la posible disminución del recurso hídrico en ríos y otros afluentes, el Emisor ha estado invirtiendo en tecnologías de ahorro de agua, que le permiten una reducción de hasta un 35% del uso de este recurso, por ejemplo con la instalación de tubería plástica conocida como polypipe, e implementando proyectos pilotos como por ejemplo el proyecto de riego por goteo para caña (pionero en Panamá), bajo el cual actualmente mantienen aproximadamente 160 hectáreas en prueba.

Adicionalmente, la industria a nivel nacional se ha visto afectada por el incremento del insecto *Diatraea Saccharalis* en las plantaciones. El Emisor mantiene dicho vector controlado a través de la liberación en sus plantaciones de insectos benéficos que combaten dicha plaga. Estos insectos benéficos son producidos en laboratorios del Emisor.

A partir de las iniciativas tomadas, a la fecha el Emisor no se ha visto afectado por la disminución nacional de caña cosechada. De hecho, la molienda del Emisor para el periodo 2014-2015 muestra un aumento de 15.8%, pasando de 401,252 toneladas (2013-2014) a 464,949 toneladas (2014-2015).