

FACTORES DE RIESGO

A. De La Oferta

Contratos PPA's

El Emisor mantiene contratos de compraventa de energía ("PPA's") a corto plazo cuyos flujos han sido cedidos al Fideicomiso de Garantía. Los contratos DME-027-13, No. 49-13 y No. 59-13 fueron celebrados entre el Emisor y las empresas distribuidoras de energía ENSA, EDEMET y EDECHI respectivamente.

Estos contratos no son renovados automáticamente por ser producto de una licitación pública, venciendo el 31 de diciembre de 2016, previo al vencimiento estimado de las Series A y B de esta Emisión.

El contrato de acceso al Sistema de Transmisión No. GG-039-2011 con ETESA fue firmado entre las partes el 21 de marzo de 2011, por un periodo de quince (15) años hasta el 21 de marzo de 2026. A diferencia de los otros contratos, este contrato es renovado automáticamente a menos que el Emisor perdiese la concesión de generación.

Fondo de Amortización

La presente Emisión no cuenta con un fondo de amortización para el repago de las Series de los Bonos en sus respectivas Fechas de Vencimiento.

Subordinación de la Serie B (Subordinada)

Los Bonos Serie B (Subordinada) estarán subordinados a los Bonos Serie A (Senior), en el sentido de que no se podrán efectuar pagos a capital bajo los Bonos Serie B (Subordinada) mientras existan Bonos de Serie A (Senior) emitidos y en circulación de esta Emisión.

Condiciones Especiales para el Pago de los Intereses de los Bonos Serie B (Subordinada)

El pago de los intereses de los Bonos Serie B (Subordinada) estará sujeto al cumplimiento de las siguientes condiciones especiales (las "Condiciones Especiales para el Pago de Intereses de la Serie B (Subordinada)"):

1. Que el Emisor esté en cumplimiento con todos los términos y condiciones de esta Emisión.
2. Que exista liquidez suficiente para hacer estos pagos.
3. Que el Emisor esté en cumplimiento con la Cobertura de Servicio de Deuda > 1.25x

No obstante lo anterior, y a pesar del cumplimiento de las condiciones arriba indicadas, el pago de intereses sobre esta Serie quedará a opción de la Junta Directiva del Emisor. En caso que estos intereses no sean efectivamente pagados en una Fecha de Pago de Interés, estos se irán acumulando en una cuenta por pagar del Emisor y serán pagados en la Fecha de Pago de Interés que disponga la Junta Directiva del Emisor o en la Fecha de Vencimiento de los Bonos Serie B. El no pago de estos intereses no generará intereses moratorios.

Garantía de la Emisión

El Emisor contará con ciertos plazos para constituir las garantías de los Bonos Serie A (Senior) de la Emisión, los cuales se detallan en la Sección III.A.11.b y Sección III.G del presente Prospecto Informativo.

Por otro lado, ninguno de los bienes inmuebles a ser hipotecados a favor del Fideicomiso de Garantía cuenta con avalúos para determinar el valor real de los mismos. No obstante, en la Sección III. G. 1. de este Prospecto Informativo se ha indicado el valor catastral de los mismos.

Con respecto a los bienes inmuebles del Emisor, actualmente, los mismos se encuentran hipotecados a favor de BANCO GENERAL, S.A. hasta por la suma de DIEZ MILLONES DE DOLARES (US\$10,000,000.00), sobre los bienes inmuebles del Emisor, detallados en la Sección III.G.1 del presente Prospecto Informativo, que se otorgarán en Primera Hipoteca y Anticresis, a favor del Fideicomiso de Garantía, para garantizar los Bonos de ésta Emisión. En caso de que este gravamen no pueda ser cancelado dentro del plazo estipulado de sesenta (60) días calendario a partir de la Fecha de Liquidación de la Serie A., el Emisor requerirá un plazo mayor para constituir e inscribir las Primera Hipoteca y Anticresis, a favor del Fideicomiso de Garantía.

La Serie B de la Emisión es subordinada a la Serie A y no mantiene ningún tipo de garantías.

Redención Anticipada

El Emisor tiene la opción de redimir anticipadamente los Bonos, tal como se describe en la Sección III.A.8. 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, salvo las penalidades descritas en la Sección III.A.8, por la oportunidad que pierden de seguir recibiendo una tasa superior. 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.

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 III.A.11 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.

Modificación de Términos y Condiciones

En el caso de cualquier modificación o cambio que el Emisor desee realizar en los Términos y Condiciones de los Bonos y/o en la documentación que ampara esta Emisión, las condiciones de aprobación para dichas Modificaciones y Cambios serán las establecidas en la Sección III.A.10 de este Prospecto Informativo.

Adicionalmente, 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.

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 III.A.13 de este Prospecto Informativo.

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.

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

Los Bonos no cuentan con 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 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

Regulaciones

Como empresa generadora de electricidad, el Emisor está sujeto a la regulación del Estado Panameño a través de la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (la "ASEP"). Consecuentemente, los resultados de operación del Emisor estarán regidos por las leyes y regulaciones aplicables a las empresas generadoras de electricidad, específicamente la Ley No. 6 de 1997 y sus modificaciones (la "Ley de Electricidad") y los reglamentos, acuerdos y resoluciones relacionados, y de la interpretación de dichas leyes, regulaciones, reglamentos, acuerdos y resoluciones por la ASEP. Cualquier cambio en las leyes, regulaciones, reglamentos, acuerdos y resoluciones existentes podría causar costos adicionales, posiblemente significativos, al Emisor. Adicionalmente, las regulaciones, reglamentos y resoluciones existentes de la ASEP podrían ser modificados o

reinterpretados, y/o nuevas leyes y regulaciones podrían ser adoptadas o resultar aplicables. Ciertos cambios en las leyes y regulaciones, incluyendo cambios en los reglamentos y regulaciones, podrían tener un efecto perjudicial en el negocio, las condiciones financieras y/o los resultados de operaciones del Emisor.

Ingresos

El Emisor ha ejecutado contratos de compra/venta de energía con Elektra Noreste, S.A. ("ENSA"), Empresa de Distribución Eléctrica Metro-Oeste, S.A. ("EDEMET") y Empresa de Distribución Eléctrica Chiriquí, S.A. ("EDECHI") por monto de energía variable mensualmente. Si la Central Hidroeléctrica llegase a sufrir algún daño que le forzase a interrumpir la generación de energía, el Emisor tendrá que comprar suficiente energía en el mercado ocasional para cumplir con sus obligaciones contractuales de suministro relacionadas con los PPA, lo cual podría afectar adversamente sus utilidades. Adicionalmente, en la medida en la que el Emisor no pueda comprar suficiente energía para satisfacer sus obligaciones contractuales en momentos que el Centro Nacional de Despacho ("CND") declare medidas de racionamiento en el sistema, podría ser sujeto a multas por varias veces el precio de la energía no despachada.

Periódicamente, el Emisor vende parte de la energía que genera en el mercado ocasional. Esta energía es vendida al precio prevaleciente en el mercado ocasional en ese momento. Este precio fluctúa constantemente dependiendo de factores tales como condiciones climatológicas, demanda de energía, precios de combustibles fósiles, entrada de nuevos participantes en el mercado, e interrupción de generación por mantenimiento. La reducción del precio de la energía en el mercado ocasional podría afectar adversamente los ingresos del Emisor.

Cambios en la Ley No. 6 de 1997 y Reglas Comerciales

Actualmente se encuentra en evaluación una propuesta de modificación de las Reglas Comerciales del Mercado Eléctrico en donde se considera regresar al concepto original del cálculo del costo marginal, pero a la vez establecer un tope al costo de los embalses en caso de escasez. Cambios constantes en la legislación actual podrían traer consecuencias negativas en la capacidad del Emisor de pronosticar adecuadamente la generación de ingresos.

Ley de Agua

La Autoridad Nacional de Medio Ambiente ("ANAM") podría cambiar los caudales ecológicos y el uso de agua aplicable a las centrales hidroeléctricas.

Un aumento en el caudal ecológico dictado por la ANAM (caudal obligatorio que debe dejar pasar toda central hidroeléctrica) podría tener un impacto negativo en las actividades del Emisor.

Eventos Naturales

El acaecimiento de un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor y/o interrumpir su capacidad para generar y/o suministrar electricidad. Adicionalmente, los daños sufridos debido a un desastre natural podrían exceder los límites de cobertura de las pólizas de seguro del Emisor. Por otra parte, los efectos de un desastre natural en la economía panameña podrían causar un declive temporal o permanente en la demanda de energía. La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan las coberturas de las pólizas de seguro del Emisor, podría afectar adversamente los negocios, la condición financiera y/o los resultados operativos del Emisor.

Línea de Transmisión

Cualquier daño al Sistema Interconectado Nacional (el "SIN") o en la línea de conexión que une el Emisor al SIN podría impedir la venta de toda o parte de la energía generada por el Emisor. En el caso de una falla en la línea de conexión que une al Emisor al SIN, provocaría compras de energía al mercado ocasional para honrar los PPAs, y en el caso de racionamiento declarado por el CND, podría conllevar el pago de multas de varias veces el precio del déficit. El SIN es propiedad de la

Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. ("ETESA"), la empresa de transmisión propiedad del Estado panameño. En caso que ocurra un daño al SIN o a la línea de conexión, ETESA está obligada a indemnizar al Emisor por el extra costo en la compras de energía para honrar los PPAs del Emisor. Sin embargo, la capacidad de indemnización de ETESA dependerá de su condición financiera y de la capacidad financiera del Estado panameño en ese momento.

Apalancamiento Financiero

De colocarse la totalidad de los Bonos bajo esta Emisión por Catorce Millones de Dólares (US\$14,000,000.00), el apalancamiento financiero del Emisor (calculado en términos de total de pasivos financieros entre total de capital pagado) al 31 de marzo de 2015 aumentaría de 1.83 veces a 2.41 veces.

El índice de liquidez (activos circulantes entre pasivos circulantes) del Emisor al 31 de marzo del 2015 fue de 0.26 veces.

C. El Entorno

Riesgo País

Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicados principalmente en la República de Panamá. Por ende, los resultados operativos del Emisor y su condición financiera, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones contraídas bajo esta Emisión, dependerán en gran medida de las condiciones políticas y económicas en el país, y del impacto que cambios en dichas condiciones puedan tener en los individuos, empresas y entidades gubernamentales que conforman el mercado panameño de energía.

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.

Ley de Valores

De conformidad con el artículo 335 del Texto Único del Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, ordenado por la Asamblea Nacional, que comprende el Decreto Ley No. 1 de 1999 y sus leyes reformativas y el Título II de la Ley 67 de 2011 (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. No hay certeza de que las reformas y regulaciones fiscales adoptadas mediante la Ley 18 alcancen sus objetivos ni que el gobierno panameño no adopte medidas fiscales

adicionales en el futuro que afecten las exenciones fiscales referidas para captar recursos. Adicionalmente, no hay certeza de que el tratamiento fiscal actual que reciben los intereses devengados de los Bonos y las ganancias de capital generadas de enajenaciones de los Bonos, según se describe en este Prospecto Informativo, no sufrirá cambios en el futuro.

D. La Industria

Industria Energética

De acuerdo con la Ley de Electricidad y las regulaciones de la ASEP, el mercado panameño de generación de electricidad está sujeto a la competencia libre. El Emisor compete en este entorno con operadores internacionales del sector privado y entidades gubernamentales. Ciertos participantes en el mercado, tales como la Autoridad del Canal de Panamá (la “ACP”), podrían tener ciertas ventajas competitivas respecto al Emisor, ya que no están obligados a pagar ciertos impuestos ni a acatar ciertas regulaciones laborales que el Emisor debe cumplir. En caso que la ACP utilizase sus ventajas competitivas para expandir su participación en el mercado de generación eléctrica (específicamente mediante generación hidroeléctrica), el precio prevaleciente de la electricidad podría disminuir, lo cual, a su vez, podría afectar adversamente los negocios, la condición financiera y/o los resultados operativos del Emisor.

Riesgos Operativos

En Panamá las empresas generadoras de electricidad están sujetas a riesgos operativos de varios tipos, incluyendo los siguientes:

- ☐ Fallas y daños en el sistema de transmisión o en las instalaciones de distribución de electricidad en Panamá;
- ☐ Fallas en el sistema que afecten los sistemas informáticos, lo cual podría causar la pérdida de ciertas capacidades operativas y/o datos vitales; y
- ☐ Accidentes de empleados o de terceras personas, lo cual podría causar que los costos de seguros aumenten o que se nieguen cobertura de seguros.

Generación Hidrológica

Debido a que los negocios del Emisor se enfocan en la generación hidráulica de electricidad, sus resultados operativos están expuestos a factores sobre los cuales el Emisor no tiene control, tales como condiciones climáticas, hidrológicas y atmosféricas.

Impacto Social

Debido a que la electricidad es un servicio público de alto impacto social, cabe la posibilidad de que se genere presión pública para la modificación del marco reglamentario de la industria. Por ejemplo el aumento dramático de los costos de energía para las empresas de distribución eléctrica desde 2003 ha causado un incremento significativo en las tasas que esas compañías pueden cobrar a sus consumidores. El aumento continuo de las tasas cobradas por las empresas de distribución eléctrica a sus consumidores, o de los subsidios pagados a los consumidores de energía por el gobierno panameño, podría generar presión para que se modifique el marco reglamentario de la industria eléctrica, de forma que resulte menos atractivo para las empresas de generación. Cualquier propuesta para la modificación del marco reglamentario de la electricidad podría desmotivar las inversiones futuras en el sector. El Emisor no puede estimar qué cambios futuros serán efectuados a ese marco reglamentario ni el efecto que esos cambios podrían tener en su negocio y resultados operativos.

Falta de Crecimiento de la Demanda de Energía

El crecimiento bajo o nulo de la demanda de energía, en conjunto con la adición de nueva capacidad de generación, podría crear un exceso de oferta de energía en el mercado panameño. El exceso de electricidad con bajos costos variables podría causar una caída en los precios de la energía en el mercado ocasional. Una reducción importante del precio de la energía en el mercado ocasional podría causar que generadores eficientes desplacen del orden de despacho a generadores relativamente más costosos, reduciendo el precio que cobren todos los generadores de energía en el mercado ocasional. Esta reducción podría afectar adversamente los negocios, la condición financiera y/o los resultados operativos del Emisor.

Regulaciones de la Industria

Las empresas generadoras de energía están sujetas a varias leyes y regulaciones ambientales, sanitarias y de seguridad, relacionadas, entre otras cosas, a límites de emisiones, calidad del agua y aire, ruido, forestación, riesgos ambientales, mantenimiento de calidad, seguridad y eficiencia del sector eléctrico, al uso y manejo de materiales peligrosos y manejo de desperdicios. Estas leyes y regulaciones exponen a las empresas generadoras a riesgos de costos y responsabilidades sustanciales. La aplicación y/o reinterpretación de leyes y/o regulaciones, la disposición de nuevos estándares ambientales, leyes y/o regulaciones, podría imponer nuevas responsabilidades al Emisor, lo cual podría afectar negativamente su negocio, condición financiera y/o resultados operativos.