

## II. FACTORES DE RIESGO

### A. De la Oferta:

1. **Riesgo de liquidez:** En caso de que un inversionista requiera en algún momento vender sus Bonos a través del mercado secundario existe la posibilidad de que no pueda hacerlo por falta de inversionistas interesados en comprarlos y, por ende, verse obligado a mantenerlos hasta su vencimiento o venderlo por debajo del valor de adquisición.
2. **Redención anticipada:** El Fideicomiso Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de la misma, de acuerdo con lo establecido en la sección III.A.11 de este Prospecto y con base en los términos de los Bonos de cada Serie. Esto implica que, si las tasas de interés del mercado bajan de los niveles de tasas de interés vigentes al momento en que se emitieron los Bonos de este Programa, el Emisor podría refinanciarse y a la vez redimir dichos Bonos, en cuyo caso los Tenedores podrían perder la oportunidad de recibir un rendimiento superior, aunque la redención se realice a un sobreprecio del pagado por el inversionista en su momento. Por otro lado, si un inversionista adquiere los Bonos por un precio superior a su valor nominal, y se lleva a cabo una redención anticipada de los Bonos por parte del Emisor, el rendimiento para el inversionista podría verse afectado negativamente.
3. **Riesgo de tasa de interés:** Los Bonos podrán devengar una tasa fija hasta su vencimiento, por lo tanto, si las tasas de interés aumentan de los niveles de tasas de interés de las respectivas Series que se emitan de este Programa, el inversionista perdería la oportunidad de invertir en otros productos a tasas de interés de mercado y recibir una tasa de interés superior.
4. **Riesgo de dispensas por parte de los Tenedores Registrados:** Aquellos Tenedores Registrados que representen el 51% de los bonos emitidos y en circulación de la respectiva Serie, podrán, a solicitud de Emisor, dar su dispensa de darse algún incumplimiento en cualquiera de los términos y condiciones de la presente oferta. Por tanto, el resto de los Tenedores Registrados estarán sujetos a la dispensa, a pesar de que puedan tener alguna objeción o reserva al respecto de la dispensa otorgada.
5. **Riesgo de modificación de términos y condiciones:** Excepto aquellas modificaciones que se realicen con el propósito de remediar ambigüedades o para corregir errores evidentes o inconsistentes en la documentación, queda entendido y convenido que, a menos que se especifique lo contrario, los términos y condiciones del presente Programa Rotativo podrán ser modificados por iniciativa del Fideicomiso Emisor con el consentimiento de aquellos Tenedores Registrados que representen al menos el 51% de los Bonos emitidos y en circulación en ese momento, correspondientes a la presente emisión.
6. **Causales de vencimiento anticipado de los valores:** La presente emisión de Bonos conlleva ciertas causales de vencimiento anticipado, que en el caso de que se suscite alguna de ellas, de forma individual o en conjunto, puede dar lugar a que se declare de plazo vencido la presente emisión, tal como se describe en el Capítulo III, Sección H de este prospecto informativo. Igualmente, en dicha sección se establece que los Tenedores Registrados que representen por lo menos el 51% del saldo de capital emitido y en circulación de los Bonos de la Serie pueden solicitar la declaración de vencimiento anticipado de la respectiva serie.
7. **Obligaciones de hacer y no hacer:** La presente emisión conlleva restricciones de hacer y no hacer para el Fideicomiso Emisor.
8. **Riesgo de uso de fondos:** Los fondos procedentes de la presente emisión serán utilizados para otorgar financiamiento al fideicomitente, quien utilizará estos recursos para financiar su capital de trabajo, la adquisición de activos de capital y otros usos corporativos.

9. **Riesgo de ausencia de mercado secundario:** Debido a la falta de un mercado de valores secundario líquido en la República de Panamá, los inversionistas que adquieran los Bonos pudieran verse afectados en caso de que necesiten vender los Bonos antes de su Fecha de Vencimiento.

10. **Riesgo de tratamiento fiscal:** El Fideicomiso 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 fiscales nacionales.

11. **Riesgo de no pago del principal:** El Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de establecer un fondo de amortización de capital para el repago de los bonos emitidos y en circulación de las Series que El Fideicomiso Emisor determine que puedan contar con dicho fondo. De constituirse el fondo de amortización de capital, este sería para el repago del porcentaje especificado en el suplemento informativo, sobre el monto de los bonos emitidos y en circulación al final del año quinto desde la fecha de Emisión de la Serie que contase con el fondo de amortización de capital. Por lo tanto, el otro porcentaje provendrá de los flujos que generen las operaciones del Fideicomitente, así como su capacidad de obtener recursos en los mercados financieros u aportes patrimoniales para cumplir con los compromisos derivados de las Series que cuenten con el fondo de amortización de capital.

12. **Riesgo de periodo de vigencia del Programa:** El Programa Rotativo de Bonos cuenta con un periodo de vigencia de 10 años, por lo que el presente Programa Rotativo de Bonos Corporativos cuenta con un periodo de disponibilidad de plazo determinado

13. **Riesgo de ausencia de fondo de amortización:** El Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de establecer un fondo de amortización a capital para las Series que determine el Fideicomiso Emisor que puedan contar con dicho fondo. Por lo tanto, los recursos para el repago de las Series que no cuenten con dicho fondo, provendrían exclusivamente de los flujos que generen las operaciones del Fideicomitente y de su capacidad para repagar la deuda que tiene con el Fideicomiso Emisor, con recursos obtenidos en los mercados financieros u aportes patrimoniales del Fideicomitente.

14. **Riesgo de Pérdida Contable del Fideicomitente:** Los Estados Financieros Auditados de Fideicomitente, Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria, al 31 de diciembre de 2018 reflejaron una pérdida contable de US\$216,080. Teniendo en cuenta que el repago de la presente Emisión provendrá de los flujos cedidos por los Casinos, operados y/o administrados por el Fideicomitente, la presencia de perdidas contables al futuro en las operaciones del Fideicomitente, se podrá afectar adversamente la capacidad de repago del presente programa.

15. **Riesgo de mercado:** Las fluctuaciones de la tasa de interés del mercado, pueden hacer menos atractiva la inversión de los Bono emitidos y en circulación y/o un desmejoramiento en la actividad económica en Panamá pueden dar lugar a la variación del precio de mercado de los bonos emitidos y en circulación. Considerando lo anterior, por ejemplo, ante un incremento en las tasas de interés de mercado, el valor de mercado de los Bonos emitidos y en circulación, puede disminuir a una suma menor a aquella que los Tenedores Registrados hayan pagado por la compra de los Bonos mencionados.

El Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de incrementar la comisión de colocación según las condiciones de mercado.

16. **Riesgo de calificación:** El Fideicomiso Emisor obtuvo por parte de la empresa calificadora Pacific Credit Rating (PCR) una calificación de riesgo de paBBB estable siendo las debilidades y amenazas de dicha calificación los siguientes elementos:

**Debilidades:**

- Los ingresos de Alta Cordillera han tenido un comportamiento decreciente, mostrando una disminución promedio de 2.4% en los últimos cinco años, incidiendo en la utilidad de la entidad.

- Alta Cordillera y Subsidiaria, S.A., como filial de Grupo Codere, es solidaria de las emisiones que tiene el Corporativo, con una calificación internacional B.
- La empresa tiene una alta dependencia de su Casa Matriz, ya que ha adquirido obligaciones financieras con el Grupo y sostiene una parte de su estructura operativa con el mismo.

#### **Amenazas:**

- Como resultado de la implementación en el año 2015 del impuesto selectivo al consumo de 5.5% sobre el monto que el jugador cambia en la caja, se ha dado una caída en las apuestas en Panamá.
- Debido a la desaceleración general de la economía panameña, se ha reflejado una menor asistencia a los casinos.
- En Panamá, la industria de juegos de azar es altamente competitiva, por lo que las empresas que pertenecen a este sector deben de implementar fuertes estrategias comerciales.

#### **B. Del Emisor:**

1. **Ausencia de historial:** El Fideicomiso Emisor es un vehículo legal de propósito especial cuyo único objetivo es dedicarse a los fines para los cuales fue creado.

El Fideicomiso Emisor fue constituido el mediante instrumento privado el 9 de agosto de 2018 entre Alta Cordillera, S.A. y Assets Trust & Corporate Services, Inc. con el propósito de recibir el aporte inicial del Fideicomitente, emitir los Bonos de la presente oferta pública, administrar los bienes fideicomitados a través del Fiduciario y establecer un patrimonio separado con el fin de otorgar recursos al Fideicomitente, de manera que estos puedan utilizarlos en su giro de negocio ordinario. Por lo anterior, el Fideicomiso Emisor no cuenta con historial de crédito ni con información financiera histórica adicional a los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 incluidos en el presente Prospecto Informativo.

2. **Riesgo por insolvencia contable:** El Fideicomiso Emisor cuenta únicamente con el aporte inicial de Diez Mil Dólares Americanos, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América (US\$10,000.00), por lo tanto, una vez emitida la totalidad de la presente emisión, la relación deuda/capital social sería de 2,500 veces,

3. **Riesgo de crédito:** En vista de que el Fideicomiso Emisor otorgará créditos al Fideicomitente, indirectamente estará asumiendo todos los riesgos asociados con la viabilidad financiera de la operación del negocio de juego de azar. Igualmente, los términos y condiciones de los Bonos no imponen restricciones financieras adicionales al Fideicomiso Emisor, salvo las establecidas en el Contrato de Fideicomiso y que se muestran en el presente prospecto informativo.

4. **Riesgo del giro del negocio:** El Fideicomiso Emisor recibirá el repago de los pagarés emitidos por el Fideicomitente con los flujos derivados de las operaciones de éste. Por lo tanto, una disminución de estos flujos podrá afectar adversamente la capacidad de repago del Fideicomiso Emisor.

5. **Riesgo de diferencial cambiario en deuda del Fideicomitente:** El Fideicomitente ha contraído deuda con compañías relacionadas las cuales están denominadas en Euros. Por lo tanto, una variación del tipo de cambio US\$ vs Euro adversa, puede restringir los flujos netos del Fideicomitente, pudiendo disminuir la disponibilidad de recursos para hacerle frente a la deuda que tiene con el Fideicomiso Emisor

6. **Riesgo de competencia:** El Fideicomitente asume un riesgo de competencia dentro de la industria de juegos de azar en la República de Panamá. Por lo tanto, una mayor competencia puede generar presión hacia la baja en los ingresos de la operación del Fideicomitente, afectando la capacidad de repago de los compromisos de adquiridos por el Fideicomiso Emisor.

7. **Riesgo Fiduciario:** Si bien la regulación aplicable obliga al Fiduciario a mantener una estricta segregación entre su propio patrimonio y el patrimonio de los Fideicomisos bajo su administración, una

gestión negligente del Fiduciario podría tener un efecto adverso en la posición financiera o cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso Emisor.

**Riesgo de Uso de Fondos:** El Emisor podrá utilizar los fondos netos procedentes de esta Emisión para cancelar pasivos a empresas relacionadas con el fideicomitente.

**C. Del Entorno:**

1. **Riesgo económico de Panamá:** Los activos del Fideicomitente están ubicados en distintas localidades de la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos de estos que incluye su capacidad de satisfacer las obligaciones que puedan contraer con el Fideicomiso Emisor, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes de tiempo en tiempo en Panamá.

2. **Riesgo relacionado al tamaño de la economía:** La economía panameña es relativamente pequeña y no diversificada, y está concentrada en el sector servicios, cuyas actividades han representado en los últimos años el 80% del Producto Interno Bruto. Debido a la pequeña dimensión y limitada diversificación de la economía panameña, cualquier evento que afectara adversamente la economía panameña podría tener un efecto negativo en el éxito de las instalaciones de juegos de azar y en última instancia en el Fideicomiso Emisor.

3. **Riesgo político:** La condición financiera del Fideicomiso Emisor también podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño. Por ende, ciertos cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del gobierno panameño podrían tener un impacto negativo en el negocio de los juegos de azar, aunque resulta difícil anticipar dichos cambios y la magnitud de dicho impacto en el abstracto. Por otro lado, el Fideicomiso Emisor no puede garantizar que el gobierno panameño no intervendrá en ciertos sectores de la economía panameña, de manera que afecte desfavorablemente la industria del juego de azar y en última instancia en la capacidad del Fideicomiso Emisor de cumplir con sus obligaciones derivado de la presente emisión de Bonos.

4. **Riesgo de cambios en materia fiscal:** El Fideicomiso Emisor no puede garantizar que el tratamiento fiscal actual que reciben los intereses devengados de los Bonos y las ganancias de capital generados de enajenaciones de los Bonos, según se describe en este documento, no sufrirá cambios en el futuro.

5. **Riesgo de cambios en tratamiento impositivo a los Fideicomisos:** El Fideicomiso Emisor no puede garantizar que el tratamiento impositivo en la República de Panamá a los vehículos denominados Fideicomisos se mantengan durante la vigencia del presente Programa. Por lo tanto, cualquiera variación a dicho tratamiento, que pueda afectar adversamente el flujo de la presente Emisión.

**D. De la Industria:**

1. **Riesgo por competencia:** El Fideicomiso Emisor otorgará financiamiento al Fideicomitente, por lo tanto, la competencia que enfrenta el Fideicomitente en la industria del juego de azar puede tener un efecto adverso en los ingresos derivado del activo fiduciario, por lo tanto, se puede ver afectada la capacidad de repago de la Emisión.

2. **Riesgo de incremento de costos operativos del Fideicomitente:** El incremento de costos operativos, tales como costo de energía eléctrica, costos de utilidades públicas, costo de mano de obra, impuestos municipales o nacionales, pagos a los reguladores, alquileres de espacios físicos, entre otros, pueden tener un efecto adverso sobre los flujos operativos del Fideicomitente y por ende en la capacidad de repago de la Emisión

3. **Riesgo de incremento de tasas impositiva a la operación del Fideicomitente:** El Fideicomiso Emisor no puede garantizar que las tasas impositivas a la operación del Fideicomitente se pueden mantener a futuro. Por lo tanto, cualquier incremento en dichas tasas puede afectar adversamente la capacidad de repago de la presente Emisión.

4. **Riesgo de licencias.** El repago de la presente Emisión provendrá, principalmente, de las operaciones del Fideicomitente, las cuales requieren el mantenimiento de las licencias que otorga el Ministerio de Economía y Finanzas, a través de la Junta de Control de Juegos para explotar operaciones de juegos de azar. Cualquiera revocación, suspensión o no renovación de dichas licencias afectaría adversamente la capacidad de repago de la presente Emisión.

5. **Riesgo de nacionalización o estatización de la operación del Fideicomitente:** La operación del Fideicomitente está sujeta a las licencias que otorga el Órgano Ejecutivo, las cuales tienen una vigencia superior al plazo del presente Programa Rotativo. Sin embargo, no se puede garantizar que en el futuro, cambios en la visión de la política económica de posteriores gobiernos, conlleven a realizar nacionalizar o estatizar las operaciones del Fideicomitente.

6. **Riesgo operativo derivado de otras regulaciones:** Reciente regulaciones en la República de Panamá en materia de prevención de blanqueo de capital y financiamiento al terrorismo y armas de destrucción masiva han endurecido los requisitos para el mantenimiento de las relaciones bancarias a diversos sectores de la economía panameña, entre estos los de juego de azar. Igualmente, los corresponsales bancarios internacionales han ejercido presión a las entidades bancarias en Panamá en cuanto a restricciones en las relaciones con industrias como la de juego de azar. Por lo tanto, existe el riesgo de afectar la operativa de la industria donde opera el Fideicomitente si las restricciones o presiones de los corresponsales bancarios se endurecen conllevando a que las instituciones financieras restrinjan sus relaciones con empresas de esta industria.

### III. DESCRIPCIÓN DE LA OFERTA

#### A. Detalles de la Oferta:

1. **Autorización:** La emisión y oferta pública de los Bonos, al igual que los términos y condiciones de estos, fue autorizada mediante resoluciones de la Junta Directiva del Fiduciario Assets Trust & Corporate Services, Inc. actuando como fiduciario de CODERE TRUST de fecha 22 de octubre de 2018 y 12 de abril de 2019.

A su vez, la contratación del Fiduciario, la celebración del contrato de Cesión y demás actos conexos con la presente emisión, fueron autorizados mediante resolución de la Junta Directiva de Alta Cordillera, S.A., en reunión celebrada el 9 de agosto de 2018 y una reforma a dicha autorización exclusivamente en cuanto al monto autorizado del programa de bonos, aprobada en reunión de Junta Directiva del 12 de abril de 2019.

La Fecha Inicial de Oferta del Programa Rotativo de Bonos será el 22 de agosto de 2019, autorizado mediante Resolución SMV No. 292 -19 de 7 de agosto de 2019.

2. **Programa Rotativo:** El programa rotativo de la presente emisión cuenta con un periodo de vigencia definido de hasta 10 años, tal como lo establece la regulación vigente en Panamá, por lo que el presente Programa Rotativo de Bonos cuenta con un período de disponibilidad de plazo determinado

El Programa rotativo ofrece al emisor la oportunidad de emitir nuevos valores en la medida que exista la disponibilidad según los términos del Programa. En ningún momento el saldo insoluto de los valores en circulación de todas las series podrá ser superior a los Veinticinco Millones de Dólares, moneda de curso legal de los Estados Unidos de América (US\$25,000,000.00), el cual representa 2500 veces el aporte inicial del Fideicomiso. En la medida en que se vayan cancelando los valores emitidos y en circulación, el