

Bogotá D.C., Junio 13 de 2014

Señores

Tenedores de Bonos Ordinarios de Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.)

Ciudad

Referencia: Concepto de Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de Tenedores de Bonos Ordinarios de Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.) de 2010

Apreciados Señores Tenedores,

El presente informe se presenta por Alianza Fiduciaria S.A. (el “Representante Legal de Tenedores”) a solicitud de Carvajal S.A. (el “Emisor” y en conjunto con todas sus sociedades subordinadas, la “Organización Carvajal”) y contiene el concepto del Representante Legal de Tenedores con relación a la propuesta que el Emisor presentará a consideración y aprobación de la Asamblea General de Tenedores de Bonos (la “Asamblea de Tenedores”) para que se autorice la realización de ciertas modificaciones al Prospecto de Emisión y Colocación de los Bonos, (el “Prospecto”) y a otros documentos de la Emisión que se describen a continuación.

Para la elaboración del presente informe, el Representante Legal de Tenedores ha tenido en cuenta, entre otros, el informe de fecha 12 de junio del año en curso, que al respecto ha preparado el Emisor (el “Informe del Emisor”).

1. Antecedentes

El 17 de marzo de 2010 el Emisor realizó la emisión de bonos (la “Emisión”) en dos sub-series: la serie A7 por valor nominal de doscientos cuarenta mil ochocientos cuarenta millones de pesos (\$240,840,000,000) con un rendimiento de IPC+5.33% y vencimiento el 17 de marzo de 2017 (la “Serie A7”); y la serie A10 por valor nominal de ciento cincuenta y nueve mil ciento sesenta millones de pesos (\$159,160,000,000) con un rendimiento de IPC+5.67% y con vencimiento el 17 de marzo de 2020 (la “Serie A10” y en conjunto con la Serie A7, los “Bonos”).

El Prospecto establece que las siguientes compañías: Carvajal S.A. (ahora Carvajal Propiedades e Inversiones S.A.), Propal S.A. (ahora Carvajal Pulpa y Papel S.A.), Carpak S.A. (ahora Carvajal Empaques S.A.), Bico Internacional S.A, Publicar S.A (ahora Carvajal Información S.A.S), y Mepal S.A. (ahora Carvajal Espacios S.A.S.) actúan como avalistas en los términos y condiciones establecidos en dicho Prospecto (en su conjunto los “Avalistas”). Lo anterior implica que dichas empresas se obligaron solidariamente, por el ciento por ciento (100%) de las obligaciones vigentes y pendientes de pago derivadas de la Emisión durante todo el plazo de los Bonos y hasta la redención final de los mismos.

La obligación de pago que asumen los Avalistas será cumplida en caso de que el Emisor no cuente con recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones vigentes y pendientes de pago derivadas de la Emisión, en los términos señalados para tal caso en la sección 4.11.1.2.3 del Prospecto y en el Compromiso de Aval (el “Aval”), cuyo texto se encuentra en el anexo 11.2 del Prospecto.

2. Comportamiento del pago de intereses de la Emisión

A la fecha, el Emisor ha cumplido con el pago trimestral de intereses debidos bajo las Series A7 y A10 de la Emisión, así:

FECHA DE PAGO	INTERESES VENCIMIENTO 2017	INTERESES VENCIMIENTO 2020	TOTAL
17-jun-10	4,492,307,925	2,994,871,950	7,487,179,875
17-sep-10	4,501,452,672	3,000,968,448	7,502,421,120
17-dic-10	4,612,199,605	3,047,989,076	7,660,188,681
17-mar-11	4,705,413,744	3,136,942,496	7,842,356,240
17-jun-11	5,160,877,176	3,440,584,784	8,601,461,960
17-sep-11	5,049,199,319	3,365,294,447	8,414,493,766
17-dic-11	5,142,656,807	3,405,077,020	8,547,733,827
17-mar-12	5,487,211,345	3,658,140,897	9,145,352,242
17-jun-12	5,272,279,051	3,614,955,208	8,887,234,259
17-sep-12	5,204,427,956	3,535,082,955	8,739,510,911
17-dic-12	4,974,498,602	3,439,352,602	8,413,851,204
17-mar-13	4,719,944,109	3,265,551,900	7,985,496,009
17-jun-13	4,270,042,266	2,959,197,280	7,229,239,546
17-sep-13	4,366,803,012	3,035,259,342	7,402,062,354
17-dic-13	4,493,225,038	3,108,955,491	7,602,180,529
17-mar-14	4,140,346,098	2,875,920,416	7,016,266,514

3. Situación actual de la Organización Carvajal

3.1. Desempeño operacional consolidado

De conformidad con el Informe del Emisor, durante el año 2013 el desempeño operacional de los negocios de las compañías que conforman la Organización Carvajal ha sido, en su mayoría, mejor que en el año anterior, gracias en buena medida a los programas de eficiencia operativa que han permitido ahorros significativos, pero que han demandado gastos extraordinarios por efecto de reestructuraciones. No obstante, este buen comportamiento no se refleja en el Estado de Resultados de cierre de 2013 porque: se han registrado provisiones por pérdida de valor de activos de algunas filiales; se ha incurrido en los gastos no recurrentes mencionados y adicionalmente debido al pobre desempeño económico de México que afectó las operaciones de las filiales en ese país.

Los ingresos consolidados entonces, fueron aproximadamente de \$3 billones de pesos, reduciéndose un 7.9% con respecto a 2012. Esta variación se explica principalmente por la reducción de los ingresos en Carvajal Educación¹, Carvajal Información, Carvajal Pulpa y Papel, Carvajal Tecnología y Servicios y Carvajal Espacios. A pesar de esto, indica el Emisor que la generación de caja consolidada fue mayor a la del año anterior.

Sin perjuicio de lo anterior, estima el Emisor que uno de los resultados satisfactorios del año 2013, fue la generación de caja en la mayoría de las compañías operativas de la Organización Carvajal. En 7 de las 8 compañías operativas hubo mejorías en este indicador, debido principalmente a los programas de eficiencias en gastos y manejo del capital de trabajo.

3.2. Nivel de apalancamiento

Como lo ha señalado BRC Investor Services S.A. Sociedad Calificadora de Valores (“BRC” o la “Calificadora”) en sus reportes, el crecimiento inorgánico así como factores estructurales y coyunturales de las industrias en las cuales se encuentran las compañías operativas de la Organización Carvajal, han llevado al aumento del nivel de endeudamiento de la Organización Carvajal. Según el Informe del Emisor, a cierre de 2013, la Organización Carvajal contaba con un endeudamiento consolidado cercano a los \$1.5 billones y su costo promedio ponderado se ubicaba en 6.58% anual con una vida promedio de 5.7 años.

4. Propuesta del Emisor para aprobación de la Asamblea de Tenedores

La propuesta que el Emisor someterá a aprobación de la Asamblea de Tenedores consiste en la liberación de su condición de avalistas a las sociedades Carvajal Información S.A.S (antes Publicar S.A.) y Bico Internacional S.A. (los “Avalistas Liberados”) en relación con la Emisión. Por su parte, las sociedades Carvajal Propiedades e Inversiones S.A. (antes Carvajal S.A.), Carvajal Pulpa y Papel S.A. (antes Propal S.A.), Carvajal Empaques S.A. (antes Carpak S.A.) y Carvajal Espacios S.A.S. (antes Mepal S.A.) conservan su carácter de avalistas.

A cambio de la liberación solicitada, se ofrece el otorgamiento a favor de los tenedores de bonos (los “Tenedores”) de una garantía parcial bancaria independiente a primer requerimiento e irrevocable (la “Garantía Parcial Bancaria”) emitida por Bancolombia S.A. (el “Garante”). El valor máximo que cubrirá la Garantía Parcial Bancaria es de ciento veinte mil millones de pesos (\$120.000.000.000.00) que corresponden al 30% del valor emitido (el “Valor Garantizado”). Sin perjuicio de lo anterior, cuando el capital y los intereses correspondientes a la Serie A7 sean totalmente pagados en su fecha de

¹ Entiéndase por Carvajal Educación a las sociedades Bico Internacional S.A. y Grupo Pacífico S.A. que involucran las líneas de negocios de Papelería y de Contenidos Educativos respectivamente.

vencimiento original (marzo 17 de 2017), dicho valor se reducirá hasta cuarenta y siete mil setecientos cuarenta y ocho millones de pesos (\$47.748.000.000.00) que corresponden al 30% del valor del capital emitido en la Serie A10.

De esta forma, en caso de incumplimiento en el pago de capital o intereses de cualquiera de las series, la Garantía Parcial Bancaria podrá ser ejecutada por el Depósito Centralizado de Valores S.A. (“DECEVAL” o el “Agente Administrador de la Emisión”) y los recursos que sean desembolsados por el Garante se distribuirán a los Tenedores a prorrata del monto emitido de cada una de las series de la Emisión.

De acuerdo con el Informe del Emisor, la razón que motiva al Emisor a realizar esta propuesta es poder tener la flexibilidad financiera necesaria para ejecutar su plan de reducción de apalancamiento, a través de operaciones sobre los Avalistas Liberados, que pueden consistir en alianzas estratégicas, capitalización por parte de un tercero, desinversión, venta de activos, u otros.

5. Modificaciones al Prospecto y otros documentos de la Emisión

La propuesta que se detalla en el Informe del Emisor implica, que en el caso en que la Asamblea llegara a aprobar tal modificación al empréstito, el Emisor deberá adelantar los trámites para realizar ciertas modificaciones a algunos de los documentos de la Emisión en el sentido de: (i) modificar los avalistas de la emisión eliminando a los Avalistas Liberados (la “Liberación de los Avalistas”), (ii) incluir la Garantía Parcial Bancaria y (iii) realizar los demás cambios relevantes que resultan del cambio en la estructura de Avalistas y la inclusión de la Garantía Parcial Bancaria.

6. Condición Suspensiva

Según el Informe del Emisor, la Garantía Parcial Bancaria que se pretende incluir en remplazo de dos de los Avalistas, ya fue aprobada por el comité de crédito y demás instancias del Garante, y su emisión depende únicamente de la aprobación por parte de los Tenedores de las propuestas de modificación incluidas en el Informe del Emisor.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Liberación de los Avalistas y los demás cambios propuestos en el Informe del Emisor, de ser aprobados por la Asamblea de Tenedores, estarán sujetos adicionalmente a la condición suspensiva consistente en que el Emisor haga entrega física al Representante Legal de Tenedores de Bonos del original de la Garantía Parcial Bancaria firmado por el Garante.

Adicionalmente, el cumplimiento de la Condición Suspensiva será informado por el Emisor al mercado a través del mecanismo de información relevante y copia

simple de la Garantía Parcial Bancaria será entregada por el Representante Legal de Tenedores de Bonos al Agente Administrador de la Emisión.

Una vez cumplida la Condición Suspensiva, se entenderá que ha ocurrido la Liberación de los Avalistas y se producirán los efectos jurídicos a los que hace referencia la sección 7 del Informe del Emisor.

7. Autorizaciones al Emisor

Teniendo en cuenta las propuestas sometidas a consideración de la Asamblea de Tenedores, el Emisor propone que los Tenedores impartan su autorización para que éste:

- (i) Una vez cumplida la Condición Suspensiva prevista en la sección 4 del Informe del Emisor, suscriba las modificaciones necesarias a los documentos de la Emisión.
- (ii) Realice todos y cada uno de los trámites necesarios ante la SFC, y/o cualquier otra entidad competente, a fin de lograr la actualización de la autorización de la inscripción de los Bonos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

8. Instrucción al Representante Legal de Tenedores de Bonos

La cláusula sexta del contrato entre el Emisor y el Representante Legal de Tenedores establece la obligación para éste, de realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los Tenedores. Teniendo en cuenta lo anterior, se propone que los Tenedores impartan una instrucción al Representante Legal de Tenedores para que éste:

- (i) Reciba la Garantía Parcial Bancaria del Emisor; y
- (ii) Haga entrega de copia simple de la Garantía Parcial Bancaria al Agente Administrador de la Emisión.

9. Calificación de los Bonos

El 5 de diciembre de 2013, la Calificadora en revisión periódica, modificó la calificación de AA+ a AA y retiró el Creditwatch Negativo en Deuda de Largo Plazo a los Bonos.

Igualmente, la Calificadora tiene conocimiento de la propuesta a ser presentada por el Emisor éste a la Asamblea de Tenedores y presentó su concepto que se encuentra como Anexo 1 al Informe del Emisor y sobre el cual nos pronunciaremos a continuación.

10. Comentarios sobre el Concepto de la Calificadora

Indica la Calificadora que la inclusión de la garantía parcial bancaria en remplazo de los avalistas liberados resulta positivo para la estructura, por la solidez crediticia del Garante, la exigibilidad de dicho instrumento al ser irrevocable y de primer requerimiento.

No obstante lo anterior, efectúa observaciones en relación con las condiciones y el procedimiento operativo de la garantía, sobre los cuales Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de los Tenedores de Bonos presenta sus consideraciones, así:

- a) ***La ejecución de la garantía (y por ende el pago a los tenedores de los bonos) sólo podrá realizarse con posterioridad a la declaración del incumplimiento de las obligaciones del Emisor y las Avalistas (...)***. Si bien se considera que el procedimiento podría estructurarse sobre la base del cobro de la garantía parcial bancaria previo al incumplimiento de pago por parte del Emisor y/o de los Avalistas, lo cual en principio supondría disminuir el riesgo frente a los Tenedores, también resulta aceptable y aún mas equitativo para los Tenedores de Bonos, que la ejecución se haga con posterioridad a la declaración de incumplimiento, pues el producto del cobro de la garantía se distribuirá a prorrata entre el cien por ciento de los Tenedores de Bonos de las Series A7 y A10, toda vez que el incumplimiento genera la aceleración del pago del capital y los intereses causados a la fecha de ambas series y el pago proporcional a los tenedores de las mismas.

Adicionalmente, será la Asamblea de Tenedores quien decida la aprobación del procedimiento de ejecución de la garantía, y podrán aceptar la propuesta del Emisor o solicitar cambios en el mismo, los cuales deberán ser incluidos en los documentos que correspondan y será labor del Representante Legal de los Tenedores, velar porque el Emisor cumpla las decisiones de la Asamblea.

- b) ***A pesar de lo anterior, se resalta que las obligaciones derivadas de la garantía son autónomas y principales (...)***. Por tratarse de una garantía autónoma y principal, ello implica que es independiente de la Emisión o de cualquier otra relación entre el Emisor y los Tenedores de Bonos. En este sentido, en línea con lo expresado por la Calificadora, la Garantía Parcial Bancaria deberá ser pagada una vez sean presentados al Garante los documentos respectivos por parte de DECEVAL sin que pueda negarse el pago de la misma alegando excepciones diferentes a que los documentos entregados no cumplen con los requisitos formales exigidos.
- c) ***El contrato de la garantía establece que sólo se admiten hasta dos requerimientos de pago sin que en el agregado excedan el valor garantizado. En consecuencia, una vez realizado el pago de dichos requerimientos cesará toda responsabilidad de Bancolombia con los tenedores de bonos***

aún bajo el escenario en que el monto de estas solicitudes sea inferior al máximo valor garantizado por serie.

Si bien la cláusula de aceleración de los bonos reduce las posibilidades de que los incumplimientos de pago de capital y/o intereses de la emisión sean mayores al máximo número de requerimientos (dos), esta restricción podría limitar la flexibilidad de la estructura para hacer frente a posibles errores operativos o de cálculo por parte de Deceval en la solicitud de ejecución de la garantías.

El Representante Legal de Tenedores concuerda con la Calificadora en que el hecho de limitar el número de requerimientos de pago, el cual según el informe del Emisor ha pasado de dos (2) a tres (3), implica que errores operativos o de cálculo por parte de Deceval impedirían la ejecución parcial o completa de la Garantía Parcial Bancaria por parte del Garante, cuyas obligaciones frente a los Tenedores cesarían en ese caso.

Por tal razón y en aras de evitar la vulneración de los derechos de los Tenedores de los Bonos, se considera pertinente que el procedimiento de ejecución de la garantía incluya la obligación para el Garante de notificar al Representante Legal de los Tenedores del rechazo de cada requerimiento de pago que se presente, indicando las razones por las cuales el Garante ha adoptado tal decisión.

En todo caso, será la Asamblea de Tenedores quien decida la aprobación del procedimiento de ejecución de la garantía, y podrán aceptar la propuesta del Emisor o solicitar cambios en el mismo, los cuales deberán ser incluidos en los documentos que correspondan y será labor del Representante Legal de los Tenedores, velar porque el Emisor cumpla las decisiones de la Asamblea.

- d) *La liquidación o insolvencia de Carvajal SA o de alguna de las Empresas Avalistas no es una causal para la activación de la garantía ni implica que la misma se constituya en una fuente de pago de carácter prioritario para los tenedores de los bonos una vez ocurra alguno de los eventos mencionados.*** En este caso la entrada en un proceso de reorganización o insolvencia por parte del Emisor o alguno de los Avalistas no activa la Garantía, a menos que se presente un incumplimiento en el pago de capital o intereses de la Emisión. De esta forma, es posible que la Garantía no se ejecute en cuanto el Emisor (o los Avalistas) sigan cumpliendo con sus obligaciones, a pesar de estar incurso en un proceso de insolvencia. Se considera que en todo caso, debido a su carácter de autónoma e irrevocable, que la Garantía no perderá su vigencia y exigibilidad en el caso de insolvencia, por lo que los Tenedores seguirán protegidos por la misma sin necesidad de acudir al proceso de insolvencia o reorganización para reclamar sus derechos bajo la Garantía.
- e) *La activación de la garantía podría verse limitada en caso de que Bancolombia entre en un proceso de toma de posesión. de reorganización,***

insolvencia, restructuración, concordato, o liquidación obligatoria o cualquier tipo de proceso que afecte los derechos de acreedores. A pesar de que ante la materialización de este riesgo, el pago de la Garantía Parcial Bancaria podría verse comprometido, como lo señala la Calificadora y el Informe del Emisor, el Garante es una de las entidades financieras más sólidas del país, que cuenta con las calificaciones de riesgo crediticio más altas, por lo que se considera poco probable que este riesgo se materialice. En cualquier caso, el riesgo de insolvencia frente a los Avalistas actuales existe igualmente bajo la estructura actual, por lo cual no vemos que se incremente o se empeore el riesgo con la propuesta de modificación al empréstito mediante la implementación de la Garantía.

11. Riesgos de la Propuesta

Riesgo de Reducción de los Avales. Bajo la estructura actual, ante un incumplimiento por parte del Emisor y de sus Avalistas, los Tenedores de Bonos eventualmente tendrían que iniciar acciones judiciales para el cobro de los montos debidos en contra del Emisor y/o cualquiera de los Avalistas. En el evento en que la Asamblea apruebe la propuesta presentada en el Informe del Emisor para la modificación del empréstito, los Tenedores perderían la posibilidad de perseguir directamente los activos de los Avalistas Liberados en caso de incumplimiento por parte del Emisor o los Avalistas remanentes en el pago de capital o intereses de la Emisión. Sin embargo, conservan en todo caso este derecho frente a los Avalistas que permanecen en tal calidad, y adquieren adicionalmente la Garantía Parcial Bancaria.

En esa medida, consideramos que el riesgo se compensa bajo la estructura propuesta pues la Garantía Parcial Bancaria tiene un valor garantizado equivalente al porcentaje de EBITDA que contribuyen los Avalistas Liberados al EBITDA consolidado del Emisor. Adicionalmente, la Garantía Parcial Bancaria tiene además de su rapidez por tratarse de una garantía a primer requerimiento, la característica de solvencia del Garante que hacen que su cobro sea mucho más efectivo que un eventual cobro judicial a los Avalistas Liberados.

Adicionalmente, al ser el Emisor el controlante de los Avalistas Liberados, el patrimonio total que garantiza la Emisión no se verá disminuido por la aprobación de la liberación.

Riesgo operativo. Este riesgo ha sido descrito por la Calificadora y como se indicó en el literal c) del numeral anterior, consiste en la posibilidad de que por errores operativos o de cálculo por parte de Deceval, se impida la ejecución parcial o completa de la Garantía Parcial Bancaria por parte del Garante, cuyas obligaciones frente a los Tenedores cesarían en ese caso.

No obstante, este riesgo se mitiga en la medida que se incluya dentro del procedimiento de ejecución de la garantía incluya la obligación para el Garante de notificar al Representante Legal de los Tenedores del rechazo de cada requerimiento

de pago que se presente, indicando las razones por las cuales el Garante ha adoptado tal decisión.

Riesgo de insolvencia del Garante. Si Bancolombia S.A. es admitido en un proceso de reorganización o similar, su capacidad para responder por las obligaciones bajo la Garantía Parcial Bancaria se vería cuestionada. En este caso la calificación de riesgo crediticio dada al Garante por parte de las sociedades calificadoras de riesgo, dan cuenta de que la posibilidad de que este riesgo se materialice es remota.

12. Concepto del Representante Legal de Tenedores sobre la propuesta a ser Presentada a la Asamblea de Tenedores

Teniendo en cuenta el proyecto de autorizaciones y modificaciones planteado por Carvajal S.A., Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de los Tenedores de Bonos analizó la información suministrada por el Emisor, con la cual se basa para emitir su concepto en relación al cambio de los Avalistas por la Garantía Bancaria.

Luego del análisis efectuado, Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de los Tenedores de Bonos considera que la operación de liberar a las sociedades Bico Internacional S.A. y Carvajal Información S.A.S. (antes Publicar S.A.) como Avalistas dentro de la Emisión de Carvajal S.A., a cambio del otorgamiento a favor de los tenedores de bonos de una garantía parcial bancaria emitida por Bancolombia S.A. por valor máximo de Ciento Veinte Mil Millones de Pesos (\$120.000.000.000) equivalente al treinta por ciento (30%) de la Emisión, es viable toda vez que pretende sustituir a dichos avalistas con dicha garantía, sin que esto implique un desmedro en los derechos de los tenedores de los bonos, porque:

- En primer lugar, los Avalistas que se pretenden liberar aportan un 30% del EBIDTA del grupo que consolida en el Emisor, y es este 30% precisamente el valor garantizado por la Garantía Parcial Bancaria sobre el monto total de la Emisión. En este sentido, la Garantía Parcial Bancaria representaría para los Tenedores una garantía por lo menos en la misma proporción a favor de los Tenedores.
- Adicionalmente, y sin perjuicio de lo anterior, los Avalistas Liberados siguen permaneciendo en el patrimonio del Emisor en cuanto se trata de empresas controladas por éste.
- Desde el punto de vista de la garantía, se trata de una garantía líquida y que además es otorgada por Bancolombia S.A., establecimiento de crédito que cuenta con la máxima calificación crediticia y por tanto con un mejor riesgo de contraparte que el de los Avalistas Liberados.
- Adicionalmente, el hecho de tratarse de una garantía a primer requerimiento, autónoma, e irrevocable, implica que es una garantía más efectiva que los avales otorgados por los Avalistas Liberados en cuanto puede ser cobrada

directamente al Garante, no depende de la relación existente entre el Garante y los tenedores, y no puede ser revocada, inclusive en casos de insolvencia.

No obstante, es potestad de cada tenedor, aprobar o no en la Asamblea de Tenedores de Bonos la sustitución de los avalistas por la Garantía parcial Bancaria, frente a las justificaciones del Emisor.

Finalmente se resalta que Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de Representante Legal de los Tenedores de Bonos realizará el seguimiento al procedimiento de constitución de la garantía parcial bancaria, recibirá y custodiará la garantía, verificará el cumplimiento a la condición suspensiva y hará entrega de una copia simple de la garantía parcial bancaria al agente administrador de la Emisión.

Cordialmente,

[ORIGINAL FIRMADO]

LUIS FERNANDO FANDIÑO FERREIRA

Representante Legal

Alianza Fiduciaria S.A. en su condición de

Representante Legal de los Tenedores de Bonos emitidos por Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.)