

ESTUDIO DE CASO

Cambios en la Rentabilidad en una Reestructuración de Obligaciones

Changes in Profitability in a Restructuring Obligation

Jean Paul Loffredo¹

Fecha de recepción: 21/12/2017, Fecha de aceptación: 23/02/2018

RESUMEN

Cuando un emisor de Obligaciones propone realizar una reestructuración de las condiciones financieras, el tenedor de los títulos se enfrenta a un trade-off y para tomar una decisión sustentada necesita conocer todos los elementos involucrados, especialmente su rentabilidad. No obstante, este último elemento no ha sido debidamente considerado en las reestructuraciones realizadas en el mercado de valores del Ecuador. En este trabajo se demuestra que el rendimiento por invertir en una Obligación que se reestructura puede verse afectado y al relacionarlo con un potencial nuevo plazo el inversionista tendrá un mejor criterio para tomar una decisión. Además se propone una metodología para medir dicho efecto y se plantea su empleo cada vez que un emisor solicite la aprobación de la reestructuración por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador.

Palabras claves: Reestructuración, Bolsa, Obligaciones, Bonos, Valoración.

ABSTRACT

When a bonds issuer proposes a restructuring of the financial conditions the investor faces a trade-off and, for taking a supported decision, he needs to know all the involved aspects, specially its profitability. Nevertheless, this aspect has not been considered in the restructuring processes made in the Ecuadorian stock markets. In this paper it is demonstrated that the yield of a bond that is restructured could be affected and if it is related with the potential new term the investor will have a better criteria for taking his decision. Moreover, it's proposed a methodology to measure this effect and it's proposed its use when an issuer is going to make a restructuring which has to be approved by the "Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros" of Ecuador.

Key words: Restructuring, Financial Markets, Bonds, Valuation.

¹ *Corporación Financiera Nacional del Ecuador, Guayaquil-Ecuador, correo: jean_loffredo@gmx.com. Las opiniones, los errores y las omisiones son responsabilidad exclusiva del autor y no de la CFN.*

I. INTRODUCCIÓN

En los mercados financieros es común que se den reestructuraciones de diferentes tipos de operaciones ya sea un préstamo bancario, títulos de deuda, títulos de intermediación financiera, etc.² Estas reestructuraciones pueden ser fruto de una libre negociación, de una acordada -aunque única y necesaria- alternativa al default, o de una simple imposición.

En el caso de emisiones de bonos (denominados Obligaciones en Ecuador) es una práctica común en los mercados de valores del mundo el tratar de normar dichas reestructuraciones al punto de especificar las condiciones de las mismas en el “Offering Memorandum”³ con el objeto de que el inversionista tenga claro el proceso que se seguiría de llegar el caso.

Las modificaciones a las características de las emisiones de bonos pueden ser de diversos tipos, como un cambio en el destino de los recursos que el emisor va a obtener con la colocación de los mismos, una variante en algún mecanismo de garantía o un cambio en las condiciones financieras. Este último tipo implica un nuevo panorama respecto a una variable importante que un inversionista analizaría: su rentabilidad en función del plazo de inversión, la cual puede distar de aquella inicial que pudiera haber motivado la inversión en primera instancia.

La presente investigación analiza el efecto de una modificación en las condiciones financieras y se centra en las Obligaciones, aunque la metodología puede ser aplicada a una reestructuración de títulos de renta fija en general. De la base de datos de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador (SCVS) existen 47 resoluciones aprobatorias de alguna reforma a la oferta pública de Obligaciones, y de este total existen 4 en las que se modificó las condiciones financieras: RYC S. A., Frutera del Litoral Cía. Ltda., Compañía Agrícola e Industrial Alfadomus Cía. Ltda., y Hotel Boulevard SA.⁴

II. IMPORTANCIA Y JUSTIFICACIÓN

En Ecuador cualquier reforma o modificación de las características de una emisión debería enmarcarse en los principios rectores del mercado de valores. En el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II, Ley Mercado Valores (LMV) se establece en un artículo innumerado, a continuación del artículo primero, que “Los principios rectores del mercado de valores que orientan la actuación de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, de la Superintendencia de Compañías y Valores y de los participantes son: 1. La fe pública; 2. Protección del inversionista; 3. Transparencia y publicidad; 4. Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; 5. La libre competencia; 6. Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores; 7. La aplicación de buenas prácticas corporativas. 8. Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con sujeción a la Constitución de la República, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley; y, 9. Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático,

² En el caso de Ecuador abundan ejemplos: el congelamiento de depósitos bancarios privados por un año (1999), el diferimiento de ciertos pagos de capital en Bonos del Estado (1999), canje de Bonos Global por Bonos Brady (2000), etc.

³ Prospecto de emisión publicado al realizar una emisión de títulos

⁴ Existe otra emisión en que se modificó las condiciones financieras, La Fabril S.A., pero esto ocurrió antes de que los títulos fuesen colocados por lo que no hubo una afectación a ningún inversionista.

productivo, eficiente y solidario.”. El segundo principio puede verse vulnerado en el caso de una reestructuración por lo cual amerita un correcto análisis de las potenciales consecuencias sobre los inversionistas.

En la legislación local no existe algún apartado especial en la LMV para tratar las reestructuraciones. Una lejana referencia al respecto se encuentra en el artículo 168 de dicha ley, el cual establece las funciones de la Asamblea de Obligacionistas y en penúltimo párrafo se menciona que: “...Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original”.

Otra referencia se encuentra en la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros (CRMFVS), en cuyo Libro II, Título II, Capítulo III, Sección III, Art. 24 se menciona: “Modificaciones a las características de la emisión: En relación con la aplicación del penúltimo inciso del artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores, la resolución unánime deberá entenderse como el acuerdo de todos los tenedores de las obligaciones en circulación de la clase y emisión correspondiente.

La modificación a las condiciones de la emisión de obligaciones antes referida, deberá ser aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros o por la Superintendencia de Bancos o de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, según corresponda, para lo cual el emisor deberá enviar la escritura modificatoria y el adendum del prospecto de oferta pública. Dicho adendum deberá ser remitido a las bolsas de valores para su difusión.” No existe tampoco un listado mínimo de información que el emisor deba dar a conocer al inversionista tenedor de sus títulos ante una propuesta de reestructuración. Por consiguiente, si bien existe un principio rector que habla de la protección al inversionista, no existen lineamientos específicos a seguir en el caso de una reestructuración.

Por lo que, el tenedor de las obligaciones, ante una propuesta de reestructuración por parte del emisor, se enfrenta a un trade-off en el que deberá sopesar las consecuencias de aceptarla o no. Por un lado, deberá aceptar una muy probable extensión del plazo de la Obligación, o una modificación del cronograma de amortización del capital (dado que por lo general el emisor que propone un cambio de las condiciones financieras es porque atraviesa problemas de liquidez), entre otros. Por otro lado, de no aceptar la propuesta, deberá enfrentar la incertidumbre de si recuperará la inversión realizada y el tiempo que esto conllevaría. Se puede sintetizar este trade-off con la Tabla 1:

<u>Aceptación de Propuesta de Reforma</u>	<u>No Aceptación de Propuesta de Reforma</u>
<i>Costos:</i>	<i>Costos:</i>
Extensión de plazo (por lo general)	Incertidumbre sobre el cobro efectivo del servicio de deuda
Cambios en la Liquidez proyectada	Costos Legales para establecer procedimientos de cobro
Efecto sobre Rendimiento	Costos de ejecución de garantías (colateral con un precio de mercado inferior)

Tabla 1: Trade-off sobre aceptación de propuesta de reforma de reestructuración. Elaborado por el autor

Uno de los costos de aceptar la propuesta de reforma es el potencial efecto sobre el rendimiento. El efecto puede ser negativo o positivo, y en este último caso, a pesar de ser positivo puede no ser suficiente para compensar los otros costos que conlleva la reestructuración. La metodología propuesta para medir el rendimiento y relacionarlo con el nuevo plazo puede servir para que el organismo de control la aplique como uno de los requisitos a incluir por parte del emisor a los tenedores de obligaciones al momento de presentar una propuesta de reestructuración, lo cual beneficiará especialmente a los inversionistas individuales.

III. Hipótesis y Objetivo

H0: “la reestructuración de las condiciones financieras en una Obligación puede tener un efecto sobre el rendimiento de su tenedor”.

El objetivo de esta investigación es demostrar que este efecto puede existir y es medible. Una vez determinado el nuevo rendimiento, al relacionarlo con el nuevo plazo se obtendrá un indicador que servirá para la toma de decisión de los inversionistas.

IV. METODOLOGÍA

Dado que inicialmente se requiere determinar si se modifica el rendimiento del inversionista luego del cambio en las condiciones financieras, es necesario medir el rendimiento en el flujo original y en el reestructurado. A continuación, se comparará el nuevo rendimiento con el nuevo plazo.

Para valorar un flujo de efectivo se pueden emplear algunos criterios siendo los dos más comunes la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el Valor Actual Neto⁵ (VAN). Más adelante se determina cuál es el más adecuado entre ambos métodos.

En primer lugar, se proyecta el flujo que el inversionista recibiría por los pagos del título a partir de las tablas de amortización original y reestructurada. Se los valorará empleando como punto focal la fecha de emisión original. Un análisis alternativo sería el emplear diferentes fechas de valoración en función del momento en que se realiza la reestructuración, o el momento en que un inversionista cualquiera adquirió la Obligación en el mercado secundario, sin embargo, el emplear la fecha de emisión como fecha de valoración permite comparar los dos flujos como si el inversionista hubiera tenido la opción de elegir en ese momento uno de ellos. Se calcula la TIR de cada flujo construido a partir de los pagos que se recibe por cada título (con signo positivo) y su valor de compra, suponiendo que se paga el valor nominal (con signo negativo). La fórmula empleada del Valor Actual (VA) es:

$$VA = \sum \frac{F_i}{(1 + REA)^{\frac{pvi}{360}}} \quad (1)$$

Donde F_i es el pago del título a realizarse en el período i , REA es el rendimiento efectivo anual del inversionista (empleado en este caso como tasa de descuento) y pvi es el plazo por vencer para el pago.

⁵ En la práctica ambos métodos tienen una preferencia superior al 70% según Mackevicius, Tomasevic (2010)

El VAN se obtiene a partir de la fórmula anterior, restando al Valor Actual el Valor Nominal (VN) del título:

$$VAN = \sum \frac{F_i}{(1 + REA)^{\frac{PV_i}{360}}} - VN \quad (2)$$

El REA empleado en la valoración equivaldrá a la TIR de la inversión en el título cuando se cumpla:

$$REA \equiv TIR \Leftrightarrow VAN = 0$$

$$REA \equiv TIR \Leftrightarrow VA = VN$$

Finalmente se calculará, para los flujos original y reestructurado, la siguiente relación:

$$R_{rp} = \frac{TIR \cdot 100}{\left(\frac{P}{360}\right)} \quad (3)$$

Donde R_{rp} es la relación Rentabilidad/Plazo en cada caso, TIR es la tasa interna de retorno del flujo, en tanto por uno y P es el plazo original en días del título. En caso de una disminución de esta relación en el flujo reestructurado, el rendimiento del inversionista no aumenta en la misma proporción en que aumenta el plazo de su inversión, lo cual podría estar en contra de sus expectativas al momento de adquisición del título (asumiendo una estructura de tasas en el mercado representada por una curva de rendimientos ascendente⁶). Para el análisis se toma tres emisiones de obligaciones cuyas condiciones financieras fueron modificadas:

<i>Emisor</i>	<i>Fecha de Asamblea de Obligacionistas</i>	<i>Resolución Aprobatoria de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador</i>	<i>Fecha de Resolución</i>
Compañía Agrícola e Industrial Alfadomus	20-sep.-16	SCVS.INMV.DNAR.16 - 5422	17-oct.-16
Hotel Boulevard S.A.	19-feb.-16	SCVS.INMV.DNAR.16 - 2524	18-may.-16
Frutera del Litoral Cía. Ltda.	19-sep.-16	SCVS.IRQ.DRMV.2016 - 2909	30-nov.-16

Tabla 2: Emisores seleccionados. Elaborado por el autor

Se han seleccionado estos casos para mostrar un efecto progresivo sobre el rendimiento, como se mostrará más adelante. Por otro lado, es importante destacar que en las convocatorias a las asambleas de obligacionistas donde se “conoció” y “resolvió” las modificaciones de las condiciones financieras de estas emisiones, no se adjuntó ningún informe detallando la propuesta de cambio. Tampoco se mostró el cálculo del nuevo rendimiento.

⁶ Es comúnmente conocido que una típica curva de rendimientos tiene pendiente positiva. (Campbell, 1995)

V. RESULTADOS

A continuación, se muestran los resultados para las tres reestructuraciones analizadas, luego de realizar las respectivas valoraciones en base a la metodología previamente establecida.

Primer Caso – Compañía Agrícola e Industrial Alfadomus

Alfadomus modificó el flujo de pago de sus Obligaciones en septiembre de 2016, luego de cinco años de transcurrida su colocación. Originalmente el plazo era de siete años con pagos de capital semestrales, con dos semestres de gracia. La modificación consistió en una extensión del plazo en seis semestres más y la eliminación de un pago de capital intermedio, compensándolo con pagos futuros adicionales (ver tablas en Anexos 1.A y 1.B). La tasa de interés se mantuvo constante.

Para el análisis se considera como fecha de valoración la fecha de inicio del flujo original, 28/mar/2017, y se emplea un valor nominal de USD 100, con lo que se obtienen los siguientes resultados:

	<i>TIR</i>	<i>Plazo (años)</i>	<i>Relación Rentabilidad/Plazo</i>
Flujo Original	9,2025%	7	1,30
Flujo Reestructurado	9,2025%	10	0,91

Tabla 3: Caso Alfadomus. Elaborado por el autor

Desde el punto de vista de la Tasa Interna de Retorno, el rendimiento es el mismo en ambos flujos: 9,2025%, si bien no hubo una disminución, tampoco hubo ninguna compensación por la ampliación del plazo. Como consecuencia la relación Rentabilidad/Plazo baja de manera importante, en un 30% (de 1,30 a 0,91). Al no haber un incentivo para aceptar la reestructuración, desde la perspectiva de la rentabilidad, el inversionista basaría su decisión en otro tipo de elementos como aversión al riesgo, aversión a una extensión de plazo, necesidades futuras de liquidez, etc.

Si se desea determinar el rendimiento de los dos flujos desde el punto de vista del Valor Actual Neto, la conclusión de cuál es más rentable dependerá de la tasa de descuento empleada (rendimiento deseado por el inversionista). Esto ocasiona que este criterio no sea concluyente. En el Gráfico No 1 se aprecia cómo ante diferentes tasas de descuento el VAN del flujo original puede ser mayor o menor que el reestructurado. Así, un inversionista, cuyo costo de oportunidad sea el 8%, considerará más rentable la Obligación con las nuevas condiciones financieras (a pesar del plazo más largo), mientras que otro inversionista con un costo de oportunidad del 10%, preferirá la Obligación original pues, aunque ambos VAN sean negativos, en el flujo original “pierde” menos. Si la tasa de descuento es justo 9,25% ambos flujos son igual de rentables⁷. Los diferentes resultados de tasa de descuento y VAN se muestran en el Anexo 1.C.

⁷ Este punto de intersección de las dos curvas, que se puede observar en el gráfico, se denomina “Fisher’s point” y a partir del mismo los criterios de TIR y VAN difieren. (Keef, Roush 2001)

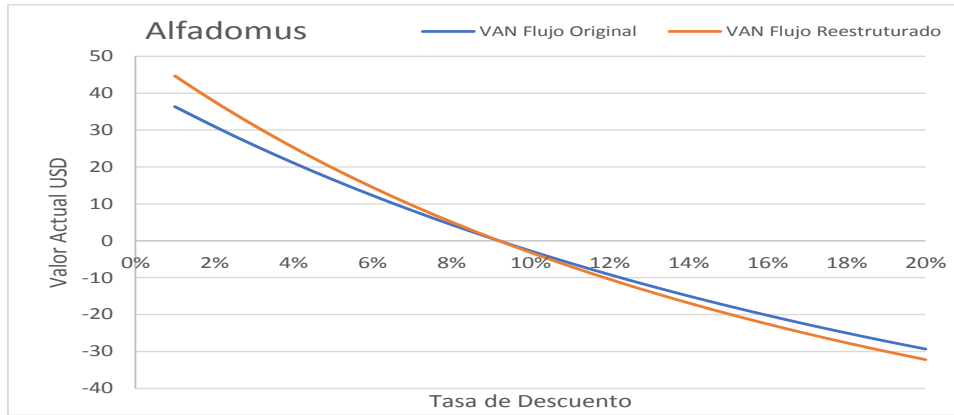


Gráfico 1: Diferencias en VAN entre Flujo Original Vs. Flujo Reestructurado, Caso Alfadomus. Elaborado por el autor.

Debido a que el VAN se basa en la tasa de descuento que aplica cada inversionista en particular, lo cual puede arrojar resultados contradictorios, no es el criterio adecuado para comparar los rendimientos de las Obligaciones antes y después de la reestructuración, por lo que será preferible emplear el criterio de la Tasa Interna de Retorno, pese a que muchos autores sugieren emplear justamente el VAN al comparar proyectos excluyentes (Arshad, 2012). Desde otro punto de vista, una de las desventajas de usar la TIR, es que puede presentar múltiples valores en aquellos flujos de efectivo que presenten más de un cambio de signo (Magni, 2012) sin embargo esta desventaja no se presentará debido a que los flujos de los bonos no siguen esa estructura.

A partir del criterio de la TIR, en la reestructuración de las condiciones financieras de Compañía Agrícola e Industrial Alfadomus se mantuvo el mismo rendimiento, versus una extensión del plazo de tres años. La relación Rentabilidad/Plazo disminuyó.

Segundo Caso – Hotel Boulevard

Hotel Boulevard modificó sus Obligaciones, Serie A y Serie B, en febrero de 2016, casi tres años a partir de su colocación original. El plazo original para la Serie B era de siete años con pagos trimestrales de capital. El cambio consistió en la extensión del plazo en dos trimestres más y la eliminación de cuatro pagos de capital intermedios, compensándolos con valores mayores en los pagos futuros (ver tablas en Anexos 2.A y 2.B) y una mayor tasa de interés en los cuatro trimestres afectados únicamente.

Los resultados, empleando como fecha de valoración la fecha de inicio del flujo original, 18/jun/2013, y utilizando un valor nominal de USD 100, se muestran a continuación:

	<i>TIR</i>	<i>Plazo (años)</i>	<i>Relación Rentabilidad/Plazo</i>
Flujo Original	8,2432%	7	1,16
Flujo Reestructurado	8,2809%	7,5	1,09

Tabla 4: Caso Hotel Boulevard. Elaborado por el autor

Desde el enfoque de la TIR, el cambio en las condiciones financieras tuvo un efecto positivo en el rendimiento, aunque muy leve. En este caso, el inversionista deberá evaluar si el incentivo del aumento en

el rendimiento es suficiente para aceptar el aumento en el plazo. Un elemento que ayudará en su decisión es la relación Rentabilidad/Plazo, la cual baja de 1,16 a 1,09 (en un 6%).

Al igual que en el primer caso, si se emplea el criterio del VAN para medir el rendimiento, se obtienen conclusiones diferentes en función de la tasa de descuento empleada tal como se observa en el Gráfico No 2. A partir de una tasa del 8,50% un inversionista consideraría como más rentable el flujo original (pierde menos) mientras que a tasas de descuento inferiores un inversionista elegiría el flujo reestructurado.

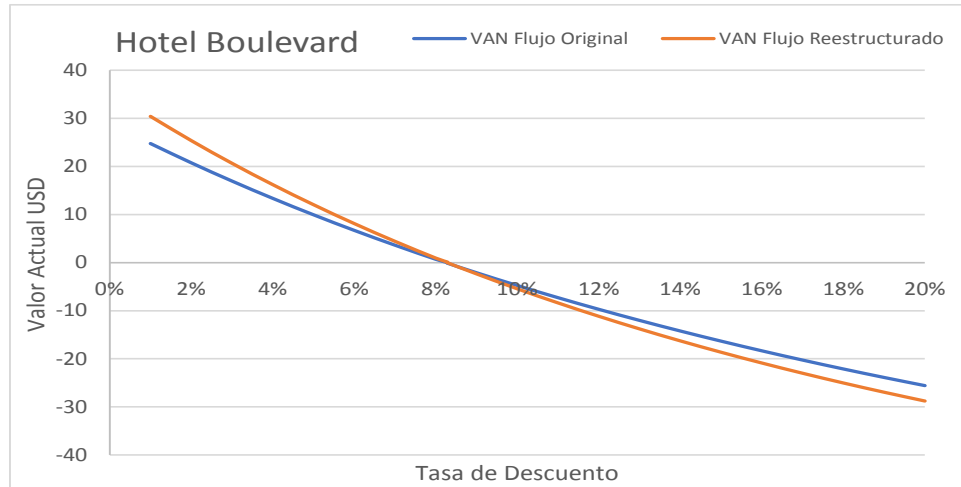


Gráfico 2: Diferencias en VAN entre Flujo Original Vs. Flujo Reestructurado, Caso Hotel Boulevard. Elaborado por el autor.

Según el criterio de la Tasa Interna de Retorno, la reestructuración de las condiciones financieras de Hotel Boulevard Serie B sí tuvo un efecto positivo en el rendimiento de los inversionistas (+0,04%), versus una extensión del plazo de seis meses. La relación Rentabilidad/Plazo se redujo levemente.

Tercer Caso – Frutera del Litoral

En este último caso, Frutera del Litoral, reestructuró sus Obligaciones, Series A, B y C, en septiembre de 2016, luego de que ya debía haber terminado la Serie A, que tenía un único pago de capital al vencimiento. El plazo original de esta serie era de dos años y pagos trimestrales de interés (ocho cupones). La modificación consistió en una extensión del plazo en cuatro años difiriendo el único pago de capital original a lo largo del nuevo plazo (ver tablas en Anexos 3.A y 3.B). Una nueva tasa de interés, más alta, se empezó a pagar desde el noveno cupón.

A continuación, se muestra los resultados empleando como fecha de valoración el 15/ago/2014 que fue la fecha de emisión de los títulos, y utilizando un valor nominal de USD 100:

	<i>TIR</i>	<i>Plazo (años)</i>	<i>Relación Rentabilidad/Plazo</i>
Flujo Original	8,2432%	2	4,06
Flujo Reestructurado	8,9424%	6	1,47

Tabla 5: Caso Frutera del Litoral. Elaborado por el autor

La reestructuración, desde el punto de vista de la TIR, muestra un flujo con mayor rendimiento. El inversionista deberá analizar si este mayor rendimiento (casi 70 puntos básicos) es suficiente para compensar una extensión de plazo de cuatro años. Un elemento a considerar, con mayor relevancia en este caso, es la relación Rentabilidad/Plazo, la cual baja en un 64% (de 4,06 a 1,47), debido en gran medida al aumento del plazo en casi tres veces.

Tal como se observó en los casos anteriores, el empleo del VAN como criterio no es conveniente ante diferentes resultados en dependiendo de la tasa de descuento empleada, siendo una tasa del 9,68% el punto a partir del cual se consideraría más rentable el flujo original.

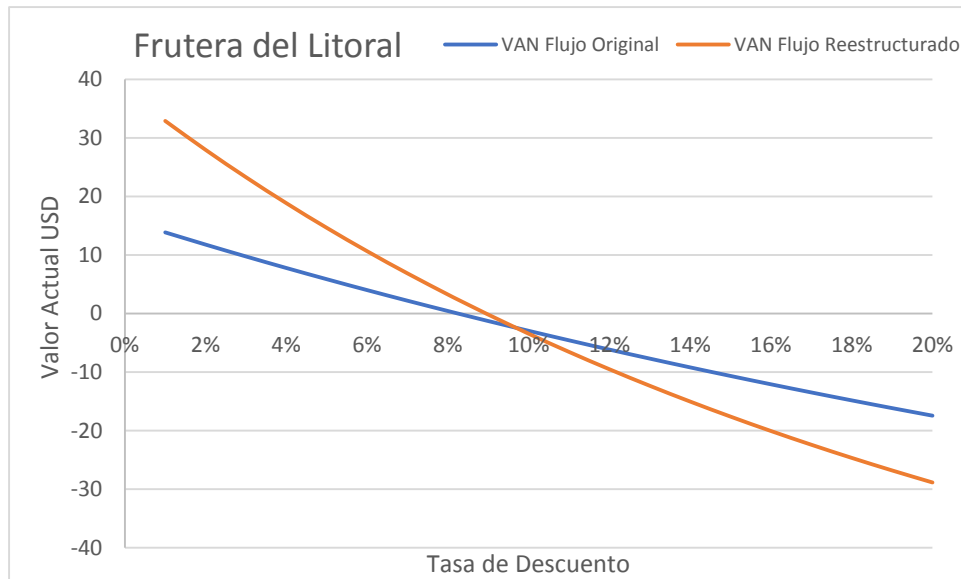


Gráfico 3: Diferencias en VAN entre Flujo Original Vs. Flujo Reestructurado, Caso Frutera del Litoral. Elaborado por el autor.

Empleando el enfoque del Tasa Interna de Retorno, la reestructuración de las condiciones financieras de Frutera del Litoral Serie A, sí tuvo un impacto en el rendimiento de los inversionistas (+0,70%), versus una extensión del plazo de cuatro años. No obstante, la relación Rentabilidad/Plazo se redujo de manera ostensible.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A partir de los resultados obtenidos en las emisiones analizadas se verifica la hipótesis de que una reestructuración de las condiciones financieras de una Obligación puede tener un efecto sobre el rendimiento de su tenedor y éste deberá evaluar si es suficiente ante una ampliación en el plazo.

El conocer dicho efecto es un elemento importante, aunque no el único, que considerará un inversionista al momento de decidir si acepta o no una propuesta de reestructuración. Sin embargo, normativamente no hay exigencia a los emisores de medir ese efecto y comunicarlo a los tenedores de los títulos al momento de proponer una reestructuración.

No obstante, es claramente apropiada su pertinencia para preservar el principio rector del mercado de valores referente a la “protección del inversionista”, razón por la cual, la Superintendencia de Compañías, como ente regulador del mercado de valores local, puede normar la medición de tal efecto en aras de preservar el principio mencionado.

En el presente estudio se introduce un indicador basado en la relación Rentabilidad/Plazo y se lo compara antes y después de una reestructuración. En estudios posteriores se podrá afinar este indicador, empleando por ejemplo una curva de rendimientos para obtener un rendimiento “ideal” a partir del nuevo plazo reestructurado. Así también, se puede agregar variantes respecto a diferentes fechas de valoración (en esta investigación se empleó siempre como fecha focal de la valoración la fecha de emisión).

REFERENCIAS

- Arshad, A. (2012). Net present value is better than internal rate of return. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(8), 211-219.
- Campbell, J. Y. (1995). Some lessons from the yield curve. *Journal of economic perspectives*, 9(3), 129-152.
- Keef, S. P., & Roush, M. L. (2001). Discounted cash flow methods and the fallacious reinvestment assumption: a review of recent texts. *Accounting Education*, 10(1), 105-116.
- Mackevičius, J., & Tomaševič, V. (2010). Evaluation of investment projects in case of conflict between the internal rate of return and the net present value methods. *Ekonomika*, 89.
- Magni, C. A. (2013). The internal rate of return approach and the AIRR paradigm: a refutation and a corroboration. *The Engineering Economist*, 58(2), 73-111.

DOCUMENTOS PÚBLICOS

- Asesora S.A. - *Convocatoria Asamblea de Obligacionistas de Compañía Agrícola e Industrial Alfadomus*
- Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. - *Convocatoria Asamblea de Obligacionistas de Frutera del Litoral Cía. Ltda.*
- Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. - *Convocatoria Asamblea de Obligacionistas de Hotel Boulevard S.A.*
- Superintendencia de Compañías – *Resolución SCVS.INMV.DNAR.16 – 5422*
- Superintendencia de Compañías – *Resolución SCVS.INMV.DNAR.16 - 2524*
- Superintendencia de Compañías – *Resolución SCVS.IRQ.DRMV.2016 - 2909*

ANEXO 1.A

Alfodomus - Tabla Original

<i>Fecha de Valoración</i>	28-mar.-11
<i>Rendimiento Efectivo Anual</i>	9,2025%
<i>Valor Presente Neto</i>	0,0000

Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente
0	28-mar.-11	100,00					0	0,00
1	28-sep.-11	100,00	0,00	9,0000%	4,50	4,50	180	4,31
2	28-mar.-12	100,00	0,00	9,0000%	4,50	4,50	360	4,12
3	28-sep.-12	96,00	4,00	9,0000%	4,50	8,50	540	7,45
4	28-mar.-13	92,00	4,00	9,0000%	4,32	8,32	720	6,98
5	28-sep.-13	86,00	6,00	9,0000%	4,14	10,14	900	8,14
6	28-mar.-14	80,00	6,00	9,0000%	3,87	9,87	1080	7,58
7	28-sep.-14	70,00	10,00	9,0000%	3,60	13,60	1260	9,99
8	28-mar.-15	60,00	10,00	9,0000%	3,15	13,15	1440	9,25
9	28-sep.-15	50,00	10,00	9,0000%	2,70	12,70	1620	8,55
10	28-mar.-16	40,00	10,00	9,0000%	2,25	12,25	1800	7,89
11	28-sep.-16	30,00	10,00	9,0000%	1,80	11,80	1980	7,27
12	28-mar.-17	20,00	10,00	9,0000%	1,35	11,35	2160	6,69
13	28-sep.-17	10,00	10,00	9,0000%	0,90	10,90	2340	6,15
14	28-mar.-18	0,00	10,00	9,0000%	0,45	10,45	2520	5,64
			100,00		42,03	142,03		100,00

ANEXO 1.B

Alfádomus - Tabla Reestructurada

<i>Fecha de Valoración</i>	28-mar.-11
<i>Rendimiento Efectivo Anual</i>	9,2025%
<i>Valor Presente Neto</i>	0,0000

Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente
0	28-mar.-11	100,00					0	0,00
1	28-sep.-11	100,00	0,00	9,0000%	4,50	4,50	180	4,31
2	28-mar.-12	100,00	0,00	9,0000%	4,50	4,50	360	4,12
3	28-sep.-12	96,00	4,00	9,0000%	4,50	8,50	540	7,45
4	28-mar.-13	92,00	4,00	9,0000%	4,32	8,32	720	6,98
5	28-sep.-13	86,00	6,00	9,0000%	4,14	10,14	900	8,14
6	28-mar.-14	80,00	6,00	9,0000%	3,87	9,87	1080	7,58
7	28-sep.-14	70,00	10,00	9,0000%	3,60	13,60	1260	9,99
8	28-mar.-15	60,00	10,00	9,0000%	3,15	13,15	1440	9,25
9	28-sep.-15	50,00	10,00	9,0000%	2,70	12,70	1620	8,55
10	28-mar.-16	50,00	0,00	9,0000%	2,25	2,25	1800	1,45
11	28-sep.-16	48,00	2,00	9,0000%	2,25	4,25	1980	2,62
12	28-mar.-17	46,00	2,00	9,0000%	2,16	4,16	2160	2,45
13	28-sep.-17	42,00	4,00	9,0000%	2,07	6,07	2340	3,43
14	28-mar.-18	38,00	4,00	9,0000%	1,89	5,89	2520	3,18
15	28-sep.-18	32,00	6,00	9,0000%	1,71	7,71	2700	3,98
16	28-mar.-19	26,00	6,00	9,0000%	1,44	7,44	2880	3,68
17	28-sep.-19	20,00	6,00	9,0000%	1,17	7,17	3060	3,39
18	28-mar.-20	14,00	6,00	9,0000%	0,90	6,90	3240	3,12
19	28-sep.-20	8,00	6,00	9,0000%	0,63	6,63	3420	2,87
20	28-mar.-21	0,00	8,00	9,0000%	0,36	8,36	3600	3,47
				100,00	52,11	152,11		100,00

ANEXO 1.C

Alfodomus – Comparación de Flujos

Tasa de Descuento	VAN Flujo Original	VAN Flujo Reestructurado	Diferencia
1,0000%	36,3326	44,6400	8,3074
2,0000%	30,9585	37,7093	6,7507
3,0000%	25,8853	31,2701	5,3847
4,0000%	21,0923	25,2794	4,1871
5,0000%	16,5606	19,6988	3,1382
6,0000%	12,2726	14,4932	2,2207
7,0000%	8,2122	9,6315	1,4193
8,0000%	4,3645	5,0852	0,7207
9,0000%	0,7158	0,8288	0,1130
9,2025%	0,0000	0,0000	0,0000
10,0000%	-2,7467	-3,1611	-0,4144
11,0000%	-6,0347	-6,9054	-0,8708
12,0000%	-9,1591	-10,4233	-1,2642
13,0000%	-12,1300	-13,7321	-1,6021
14,0000%	-14,9569	-16,8477	-1,8908
15,0000%	-17,6484	-19,7844	-2,1360
16,0000%	-20,2126	-22,5554	-2,3428
17,0000%	-22,6570	-25,1727	-2,5157
18,0000%	-24,9886	-27,6473	-2,6587
19,0000%	-27,2140	-29,9892	-2,7752
20,0000%	-29,3391	-32,2077	-2,8685

ANEXO 2.A

Hotel Boulevard Serie B - Tabla Original

Fecha de Valoración 18-jun.-13

Rendimiento Efectivo Anual 8,2432%

Valor Presente Neto 0,0000

Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente
0	18-jun.-13	100,00					0	0,00
1	18-sep.-13	96,43	3,57	8,0000%	2,00	5,57	90	5,46
2	18-dic.-13	92,86	3,57	8,0000%	1,93	5,50	180	5,29
3	18-mar.-14	89,29	3,57	8,0000%	1,86	5,43	270	5,12
4	18-jun.-14	85,71	3,57	8,0000%	1,79	5,36	360	4,95
5	18-sep.-14	82,14	3,57	8,0000%	1,71	5,29	450	4,79
6	18-dic.-14	78,57	3,57	8,0000%	1,64	5,21	540	4,63
7	18-mar.-15	75,00	3,57	8,0000%	1,57	5,14	630	4,48
8	18-jun.-15	71,43	3,57	8,0000%	1,50	5,07	720	4,33
9	18-sep.-15	67,86	3,57	8,0000%	1,43	5,00	810	4,18
10	18-dic.-15	64,29	3,57	8,0000%	1,36	4,93	900	4,04
11	18-mar.-16	60,71	3,57	8,0000%	1,29	4,86	990	3,91
12	18-jun.-16	57,14	3,57	8,0000%	1,21	4,79	1080	3,77
13	18-sep.-16	53,57	3,57	8,0000%	1,14	4,71	1170	3,64
14	18-dic.-16	50,00	3,57	8,0000%	1,07	4,64	1260	3,52
15	18-mar.-17	46,43	3,57	8,0000%	1,00	4,57	1350	3,40
16	18-jun.-17	42,86	3,57	8,0000%	0,93	4,50	1440	3,28
17	18-sep.-17	39,29	3,57	8,0000%	0,86	4,43	1530	3,16
18	18-dic.-17	35,71	3,57	8,0000%	0,79	4,36	1620	3,05
19	18-mar.-18	32,14	3,57	8,0000%	0,71	4,29	1710	2,94
20	18-jun.-18	28,57	3,57	8,0000%	0,64	4,21	1800	2,84
21	18-sep.-18	25,00	3,57	8,0000%	0,57	4,14	1890	2,73
22	18-dic.-18	21,43	3,57	8,0000%	0,50	4,07	1980	2,63
23	18-mar.-19	17,86	3,57	8,0000%	0,43	4,00	2070	2,54
24	18-jun.-19	14,29	3,57	8,0000%	0,36	3,93	2160	2,44
25	18-sep.-19	10,71	3,57	8,0000%	0,29	3,86	2250	2,35
26	18-dic.-19	7,14	3,57	8,0000%	0,21	3,79	2340	2,26
27	18-mar.-20	3,57	3,57	8,0000%	0,14	3,71	2430	2,18
28	18-jun.-20	0,00	3,57	8,0000%	0,07	3,64	2520	2,09
			100,00		29,00	129,00		100,00

ANEXO 2.B

Hotel Boulevard Serie B - Tabla Reestructurada

		<i>Fecha de Valoración</i>	18-jun.-13						
		<i>Rendimiento Efectivo Anual</i>	8,2809%						
		<i>Valor Presente Neto</i>	0,0000						
Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente	
0	18-jun.-13	100,00					0	0,00	
1	18-sep.-13	96,43	3,57	8,0000%	2,00	5,57	90	5,46	
2	18-dic.-13	92,86	3,57	8,0000%	1,93	5,50	180	5,29	
3	18-mar.-14	89,29	3,57	8,0000%	1,86	5,43	270	5,11	
4	18-jun.-14	85,71	3,57	8,0000%	1,79	5,36	360	4,95	
5	18-sep.-14	82,14	3,57	8,0000%	1,71	5,29	450	4,79	
6	18-dic.-14	78,57	3,57	8,0000%	1,64	5,21	540	4,63	
7	18-mar.-15	75,00	3,57	8,0000%	1,57	5,14	630	4,47	
8	18-jun.-15	71,43	3,57	8,0000%	1,50	5,07	720	4,33	
9	18-sep.-15	67,86	3,57	8,0000%	1,43	5,00	810	4,18	
10	18-dic.-15	64,29	3,57	8,0000%	1,36	4,93	900	4,04	
11	18-mar.-16	64,29	0,00	8,2500%	1,33	1,33	990	1,07	
12	18-jun.-16	64,29	0,00	8,2500%	1,33	1,33	1080	1,04	
13	18-sep.-16	64,29	0,00	8,2500%	1,33	1,33	1170	1,02	
14	18-dic.-16	64,29	0,00	8,2500%	1,33	1,33	1260	1,00	
15	18-mar.-17	61,71	2,57	8,0000%	1,29	3,86	1350	2,86	
16	18-jun.-17	59,14	2,57	8,0000%	1,23	3,81	1440	2,77	
17	18-sep.-17	56,57	2,57	8,0000%	1,18	3,75	1530	2,68	
18	18-dic.-17	54,00	2,57	8,0000%	1,13	3,70	1620	2,59	
19	18-mar.-18	51,43	2,57	8,0000%	1,08	3,65	1710	2,50	
20	18-jun.-18	48,86	2,57	8,0000%	1,03	3,60	1800	2,42	
21	18-sep.-18	46,29	2,57	8,0000%	0,98	3,55	1890	2,34	
22	18-dic.-18	43,71	2,57	8,0000%	0,93	3,50	1980	2,26	
23	18-mar.-19	41,14	2,57	8,0000%	0,87	3,45	2070	2,18	
24	18-jun.-19	38,57	2,57	8,0000%	0,82	3,39	2160	2,11	
25	18-sep.-19	36,00	2,57	8,0000%	0,77	3,34	2250	2,03	
26	18-dic.-19	33,43	2,57	8,0000%	0,72	3,29	2340	1,96	
27	18-mar.-20	25,07	8,36	8,0000%	0,67	9,03	2430	5,28	
28	18-jun.-20	16,71	8,36	8,0000%	0,50	8,86	2520	5,08	
29	18-sep.-20	8,36	8,36	8,0000%	0,33	8,69	2610	4,88	

30	18-dic.-20	0,00	8,36	8,0000%	0,17	8,52	2700	4,69
			100,00		35,80	135,79		100,00

ANEXO 2.C

Hotel Boulevard Serie B – Comparación de Flujos

Tasa de Descuento	VAN Flujo Original	VAN Flujo Reestructurado	Diferencia
1,0000%	24,7682	30,4213	5,6531
2,0000%	20,7620	25,3845	4,6225
3,0000%	16,9662	20,6590	3,6927
4,0000%	13,3670	16,2211	2,8541
5,0000%	9,9513	12,0494	2,0981
6,0000%	6,7074	8,1241	1,4168
7,0000%	3,6242	4,4274	0,8032
8,0000%	0,6916	0,9427	0,2511
8,2840%	0,0000	0,1255	0,1255
8,2809%	-0,1063	0,0000	0,1063
9,0000%	-2,0998	-2,3450	-0,2452
10,0000%	-4,7587	-5,4497	-0,6910
11,0000%	-7,2932	-8,3841	-1,0909
12,0000%	-9,7107	-11,1598	-1,4491
13,0000%	-12,0183	-13,7877	-1,7694
14,0000%	-14,2223	-16,2777	-2,0554
15,0000%	-16,3288	-18,6389	-2,3101
16,0000%	-18,3434	-20,8797	-2,5364
17,0000%	-20,2712	-23,0081	-2,7369
18,0000%	-22,1172	-25,0312	-2,9140
19,0000%	-23,8859	-26,9556	-3,0697
20,0000%	-25,5815	-28,7876	-3,2061

ANEXO 3.A

Frutera del Litoral Serie A - Tabla Original

<i>Fecha de Valoración</i>	15-ago.-14
<i>Rendimiento Efectivo Anual</i>	8,2432%
<i>Valor Presente Neto</i>	0,0000

Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente
0	15-ago.-14	100,00					0	0,00
1	15-nov.-14	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	90	1,96
2	15-feb.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	180	1,92
3	15-may.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	270	1,88
4	15-ago.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	360	1,85
5	15-nov.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	450	1,81
6	15-feb.-16	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	540	1,78
7	15-may.-16	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	630	1,74
8	15-ago.-16	0,00	100,00	8,0000%	2,00	102,00	720	87,06
			100,00			16,00	116,00	100,00

ANEXO 3.B

Frutera del Litoral Serie A - Tabla Reestructurada

<i>Fecha de Valoración</i>	15-ago.-14
<i>Rendimiento Efectivo Anual</i>	8,9424%
<i>Valor Presente Neto</i>	0,0000

Número de Cupón	Fecha de Vencimiento	Saldo de Capital	Pago de Capital	Tasa de Interés Nominal	Pago de Interés	Flujo	días por vencer	valor presente
0	15-ago.-14	100,00					0	0,00
1	15-nov.-14	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	90	1,96
2	15-feb.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	180	1,92
3	15-may.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	270	1,88
4	15-ago.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	360	1,84
5	15-nov.-15	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	450	1,80
6	15-feb.-16	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	540	1,76
7	15-may.-16	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	630	1,72
8	15-ago.-16	100,00	0,00	8,0000%	2,00	2,00	720	1,69
9	15-nov.-16	88,00	12,00	9,2500%	2,31	14,31	810	11,80
10	15-feb.-17	83,00	5,00	9,2500%	2,04	7,04	900	5,68
11	15-may.-17	78,00	5,00	9,2500%	1,92	6,92	990	5,47
12	15-ago.-17	73,00	5,00	9,2500%	1,80	6,80	1080	5,26
13	15-nov.-17	69,00	4,00	9,2500%	1,69	5,69	1170	4,31
14	15-feb.-18	65,00	4,00	9,2500%	1,60	5,60	1260	4,15
15	15-may.-18	61,00	4,00	9,2500%	1,50	5,50	1350	3,99
16	15-ago.-18	57,00	4,00	9,2500%	1,41	5,41	1440	3,84
17	15-nov.-18	53,00	4,00	9,2500%	1,32	5,32	1530	3,70
18	15-feb.-19	49,00	4,00	9,5000%	1,26	5,26	1620	3,58
19	15-may.-19	45,00	4,00	9,5000%	1,16	5,16	1710	3,44
20	15-ago.-19	41,00	4,00	9,5000%	1,07	5,07	1800	3,30
21	15-nov.-19	37,00	4,00	9,5000%	0,97	4,97	1890	3,17
22	15-feb.-20	30,00	7,00	10,0000%	0,93	7,93	1980	4,95
23	15-may.-20	15,00	15,00	10,0000%	0,75	15,75	2070	9,62
24	15-ago.-20	0,00	15,00	10,0000%	0,38	15,38	2160	9,20
			100,00		38,10	138,10		100,00

ANEXO 3.C

Frutera del Litoral Serie A – Comparación de Flujos

Tasa de Descuento	VAN Flujo Original	VAN Flujo Reestructurado	Diferencia
1,0000%	13,8518	32,8846	19,0329
2,0000%	11,7654	27,9465	16,1812
3,0000%	9,7385	23,2687	13,5302
4,0000%	7,7689	18,8343	11,0654
5,0000%	5,8543	14,6277	8,7734
6,0000%	3,9928	10,6346	6,6418
7,0000%	2,1824	6,8415	4,6592
8,0000%	0,4211	3,2362	2,8150
8,2432%	0,0000	2,3864	2,3864
8,9424%	-1,1952	0,0000	1,1952
9,0000%	-1,2927	-0,1930	1,0997
10,0000%	-2,9607	-3,4565	-0,4958
11,0000%	-4,5847	-6,5644	-1,9797
12,0000%	-6,1661	-9,5259	-3,3598
13,0000%	-7,7065	-12,3495	-4,6430
14,0000%	-9,2072	-15,0432	-5,8360
15,0000%	-10,6697	-17,6145	-6,9448
16,0000%	-12,0952	-20,0703	-7,9752
17,0000%	-13,4849	-22,4171	-8,9322
18,0000%	-14,8401	-24,6610	-9,8208
19,0000%	-16,1619	-26,8075	-10,6455
20,0000%	-17,4515	-28,8620	-11,4105