

Madrid, 8 de octubre de 2014

Señores
Accionistas
Enersis S.A.
Presente

Ref.: Pronunciamiento sobre operación entre partes relacionadas

De mi consideración:

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 50 bis de la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas y, por medio, del presente documento, cumpla con informar respecto de la compra por parte de Enersis ("ENI") de los créditos que Endesa Latinoamérica S.A. ("ELA") tiene otorgado a Central Dock Sud ("CDS"), "la Operación").

1. Declaraciones sobre la calidad de Director de Enersis S.A. y su relación con el controlador:

- i. Declaro que soy director de ENI desde el 16 de abril de 2013, fecha en que se celebró la Junta Ordinaria de Accionistas de esta sociedad correspondiente a ese año y en la cual se renovó parte del Directorio. Fui designado con los votos del accionista controlador Endesa S.A.. Asimismo declaro que esos votos fueron determinantes para ser elegido director. Previamente fui vicepresidente de ENI desde el 22 de abril de 2010 hasta el 16 de abril de 2013.
- ii. Declaro que tengo interés en la Operación de conformidad con las interpretaciones administrativas emanadas de la Superintendencia de Valores y Seguros ("SVS"). Mi interés en la Operación fue declarado formalmente a la sociedad en la sesión del Directorio de la Compañía del día 30 de julio de 2014.
- iii. Declaro no ser accionista directo o indirecto de Enersis S.A.
- iv. Declaro no tener otra relación distinta de las enunciadas con ninguna de las sociedades involucradas en la Operación.

2. Introducción:

Desde el primer semestre de 2013 se esperaba que CDS cerrara el año con patrimonio negativo, por lo cual Enersis mantuvo conversaciones con los otros socios (YPF con el 40% y Pan American Energy ("PAE") con el 20%¹), para resolver la situación.

La normativa argentina obliga a los socios a tomar medidas rectificatorias para subsanar la situación patrimonial, o alternativamente, disolver la compañía. Los socios han optado por

¹ El restante 40% está en manos de ENI, a través de su participación del 57% en Inversora Dock Sud ("IDS"), vehículo de inversión que posee el 70% de CDS.

capitalizar la compañía, a través de una serie de actuaciones que dejen a la compañía con una situación financiera saludable y sin deuda, después de la operación propuesta.

Es así como, con fecha 19 de septiembre de 2014, el Grupo recibió una oferta irrevocable (“ la Oferta”) por parte del socio Pan American Energy (“PAE”), con una validez de 70 días, la cual propone las actuaciones necesarias a ser llevadas a cabo por cada participante (socios y acreedores).

Con fecha 22 de septiembre se recibió la aceptación irrevocable² por parte de YPF, a las actuaciones que a ésta le competen.

3. Características de la operación:

Los términos de la Oferta son los siguientes:

- i. Pesificación de los créditos: todos los acreedores de los créditos, pesifican sus créditos utilizando el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2013 (6,521 AR\$/US\$).
- ii. Capitalización de los principales de las deudas de CDS: Préstamo del Accionista y una porción de la Deuda Estructurada, dejando 13,5 MMUS\$³ sin capitalizar.
 - o Préstamo del Accionista: Crédito otorgado el 8 de noviembre de 2007 por un total de US\$ 34.000.000, con una participación del 40% por Endesa Internacional S.A. (hoy Endesa Latinoamérica, S.A.), un 40% YPF International S.A. y un 20% Pan American Energy LLC (posteriormente cedida a Pan American Sur S.A.), con vencimiento en septiembre de 2013 (“Préstamo de los Accionistas”). El Préstamo de los Accionistas fue prorrogado hasta septiembre 2014. El saldo adeudado por este préstamo, ascendía a US\$ 45.520.806 al 31 de diciembre de 2013 (capital US\$ 34.000.000 e intereses: US\$ 11.520.806).
 - o Préstamo Estructurado: Crédito otorgado el 16 de abril de 1999 por un total de US\$ 258.000.000 con una participación del 57% de Endesa Internacional S.A. (hoy Endesa Latinoamérica, S.A.) y un 43% por Repsol International Finance B.V. (cedido a YPF International S.A.) con el fin de cubrir parte de los costos del proyecto para la construcción de la planta de ciclo combinado, con un plazo de pago máximo de 13 años (“Crédito Sindicado”). A efectos de asegurar el cumplimiento de las obligaciones de la financiación, Central Dock Sud S.A. constituyó una serie de garantías a favor de los acreedores de la misma, entre las que se incluyen hipoteca sobre el terreno en el que se asienta la planta de generación eléctrica, prenda fija con registro sobre los equipos y bienes muebles que integren la Planta, entre otras. Además, los accionistas Inversora Dock Sud S.A., YPF S.A. y Pan American Energy Holdings Ltd. prendaron sus acciones de Central Dock Sud, en garantía del cumplimiento de las obligaciones que surgen de este financiamiento. Hasta la fecha, el Crédito Sindicado ha sufrido diversas amortizaciones y prórrogas, lo que hacen que al 31 de diciembre de 2013, la deuda consolidada incluyendo los intereses punitivos y comisiones establecidos contractualmente devengados ascendía a

² El 26 de septiembre de 2014, YPF envió comunicación ratificando la condición de irrevocable de su aceptación.

³ 13,5 MMUS\$ equivalentes en pesos argentinos, al tipo de cambio del 31.12.2013 de 6,521 AR\$/US\$.

US\$ 147.877.451 (capital: US\$ 90.704.696 e intereses y comisiones: US\$ 57.172.755).

- Considerando que estos créditos están en manos de ELA y no de ENI, y con el fin de no vulnerar al compromiso adquirido por Endesa en el aumento de capital de ENI respecto a que esta última sería el único vehículo de inversión en Sudamérica, se hace necesario que previo a la pesificación descrita en i) y a la capitalización descrita anteriormente, ELA venda y ceda los créditos a ENI. De acuerdo a las normas chilenas, esta operación es una **Operación entre Partes Relacionadas (“OPR”)** que, conforme a los criterios desarrollados por las SVS, debe ser sometida a aprobación de la Junta Extraordinaria de Accionistas (“JEA”) con al menos 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto. El valor nominal de los créditos en poder de ELA asciende al cierre de junio de 2014 a aprox. 104 MMUS\$ (capital e intereses).
- iii. Capitalización del principal de la deuda que IDS tiene otorgada a CDS:
 - **Deuda Subordinada:** Deuda otorgada el 8 de noviembre de 2001 por un total de US\$ 14.799.522 con vencimiento el 30 de junio de 2004. El préstamo se encuentra subordinado de acuerdo con los términos del artículo 9.2 del “Amended and Restated Common Terms Agreement” celebrado el 17 de septiembre de 2001 entre CDS, el BEI y BBVA Banco Francés S.A. Luego de algunas modificaciones al contrato, la suma adeudada ascendía a US\$ 7.729.982 con vencimiento el 30 de junio de 2009, fecha en la cual se pagó el 50% del capital y el resto fue refinanciado sucesivamente hasta el 31 de diciembre de 2014. A esta fecha, el capital adeudado asciende a US\$ 3.864.991.
- iv. Condonación de intereses y comisiones de todas las deudas y condonación de las diferencias de rescate de las acciones preferidas⁴.
- v. PAE aporta 125 MMAR\$ a CDS, con caja o a través de cesión de Cuentas por Cobrar a CDS por ventas de gas. El aporte de PAE se hace necesario para complementar la capitalización de sus créditos y mantener relativamente igual, su participación accionaria, previo a la operación.
- vi. En caso que sea necesario, reducir capital en CDS e IDS por absorción de pérdidas, para cumplir la Ley de Sociedades Comerciales de Argentina (Artículo 206).
- vii. CDS paga a ENI, 88 MMAR\$, correspondientes a los 13,5 MUSD (con tipo de cambio al 31.12.2013) como una amortización de uno de los créditos que ENI adquirirá. Este pago se hace necesario, con el fin de mantener relativamente iguales las participaciones de todos los socios, previo a la operación.

Luego de los pasos descritos anteriormente, las participaciones accionarias quedarían prácticamente iguales a las actuales (ENI 40,25%, YPF 40,25% y PAE 19,5%). En el caso del PPP (Programa de Propiedad Participada), no participaría de la capitalización y se diluiría.

⁴ Se mantienen las acciones preferidas sin capitalizar y se elimina su reajuste a partir del 01.01.2014. Las acciones preferidas quedarían con una preferencia sólo en la liquidación de la sociedad, no convirtiéndolas en ordinarias sin modificar las participaciones vigentes.

4. Antecedentes que he tenido a disposición:

Además de las presentaciones que ha realizado la administración de ENI en las sesiones de Directorio, he tenido en consideración los siguientes informes:

- i. Informe de Evaluador Independiente de fecha 30 de septiembre de 2014, emitido por IM Trust.
- ii. Informe de Evaluador Independiente de fecha 02 de octubre de 2014, emitido por Itaú BBA del Banco Itaú Chile ("Itaú BBA").
- iii. Informe del Comité de Directores de fecha 06 de octubre de 2014.

En mi opinión, ambos Evaluadores Independientes han actuado con la debida independencia y han contado con toda la información que han requerido para realizar su encargo.

- i. Informe de Evaluador Independiente de fecha 30 de septiembre de 2014, emitido por IM Trust.

El 30 de septiembre, el Evaluador Independiente IM Trust, designado por el Comité de Directores emitió su informe, en el cual estimó el valor de mercado para ENI de los créditos en un rango de 21,1 MMUS\$ y 23,6 MMUS\$, señalando que este valor se compone del equivalente el 29,4% de las acciones de CDS, más la caja a recibir, menos el impacto tributario.

La metodología para calcular el valor de la participación fue la de flujos de caja descontados, en un promedio ponderado de un escenario base y 3 escenarios pesimistas.

Adicionalmente, el informe muestra otros escenarios, relacionados a la misma metodología de flujo de caja descontados pero con otros flujos, a múltiplos comparables y al equivalente del aporte que hace PAE, pero que no considera para la determinación del valor de mercado para ENI, por considerarse eventuales.

- ii. Informe de Evaluador Independiente de fecha 02 de octubre de 2014, emitido por Itaú BBA.

El 02 de octubre, el Evaluador Independiente Itaú BBA, designado por el Directorio emitió su informe, en el cual determinó que el valor para ENI que contribuía al interés social era igual o menor a 33,8 MMUS\$.

El análisis contempló como primera etapa, la valoración de mercado de los créditos para un comprador cualquiera (no ENI), lo cual entregó un rango de valoración entre 20 y 50,7 MMUS\$. Este análisis contempló la capacidad de repago de la deuda con la estructura de capital y un escenario de liquidación de la compañía al tercer año.

Desde el punto de vista de ENI, se valoró la deuda considerando el valor de la participación que se obtendría luego de la capitalización. Para Itaú BBA, el porcentaje asciende al 40,25% de las acciones, ya que los privilegios que tiene el Crédito Estructurado permiten que, en caso de ejecución del crédito, el dueño de esa deuda se quede con el 57% de las acciones y sea ENI quien pierda completamente su posición. Adicionalmente, al igual que IM Trust, contempla el cobro de la amortización parcial de la deuda y el impacto tributario para ENI.

Cabe destacar que ambos informes coinciden en el tratamiento de la deuda, difiriendo básicamente el porcentaje que corresponde considerar (29,24% en el caso de IM Trust y 40,25% en el caso de Itaú BBA).

iii. Informe del Comité de Directores de fecha 06 de octubre de 2014.

Los miembros del Comité comparten la metodología planteada por ambos evaluadores para llegar al cálculo del valor de los créditos en los siguientes conceptos:

- i. Flujo de caja descontado es la mejor metodología para obtener el valor de una compañía
- ii. Se debe adicionar el monto que recibe Enersis por repago de deuda adquirida (88 MMAR\$).
- iii. Se deben deducir los impuestos a pagar en Chile y Argentina directamente asociados a la operación.

Respecto del valor, entregan un rango para el valor máximo de entre 23,8 y 27,8 MMUS\$, los cuales están basados en distintos supuestos sobre el porcentaje de participación accionaria sobre CDS y diferencias en los supuestos de flujo de caja.

5. Pronunciamiento:

El artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que el criterio para aprobar una operación con parte relacionada es que la operación contribuya al interés social y se ajuste en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación.

A continuación me refiero a ambos puntos:

i. Contribución al interés social:

En mi opinión, la adquisición por parte de ENI de los créditos, para su posterior capitalización, sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, sujeto a que ello se haga a un precio de transferencia, términos y condiciones adecuadas. Por lo tanto, creo que la Operación propuesta sí contribuye al interés social.

Es importante señalar que, para que la Operación propuesta contribuya al interés social, se requiere además del calce estratégico y de negocios antes referido, que haya creación de valor.

A continuación señalo las principales razones por las cuales creo que la Operación sí contribuye al interés social de ENI, desde la perspectiva estratégica y de negocios:

- a. La Operación en sí no implica aumentar la exposición en Argentina, sino más bien, reafirmar y conservar la participación de ENI del 40% en CDS. Lo anterior tiene directa relación con el Seniority que tiene la Deuda Estructurada. Los dueños de esta deuda están protegidos por un paquete de garantías que incluyen, garantías del terreno, la planta de generación, contratos y prenda de acciones; es decir, los acreedores de esta deuda podrían finalmente ejecutar el crédito y quedarse con la compañía.
 - i. Caso 1: En el caso que ENI no adquiriera los créditos, ELA tendría la capacidad de vender el crédito a un tercero (inversionista de alto riesgo), quién podría tener el poder de decisión de no aceptar un waiver al crédito (tendría el 57%

del crédito) y ejecutarlo. En este caso, YPF (el otro acreedor con el 43% del crédito) no podría oponerse a esta decisión, ya que podría ser acusado de conflictos de interés por ser acreedor y accionista simultáneamente, viéndose forzado a aceptar la ejecución del crédito. En este caso ENI no sólo perdería su participación actual (diluida al 11% luego de una potencial capitalización por el resto de los acreedores), sino que perdería toda su participación.

- ii. **Caso 2:** El caso alternativo es aquél donde ELA y ENI alcanzan un acuerdo, pagando un precio adecuado para ambas partes y ésta última logra conservar su participación actual del 40%.
 - b. **Calidad del activo:** CDS es una planta de ciclo combinado Alstom de última generación, que resulta ser un activo importantísimo en el abastecimiento actual de energía en Argentina y particularmente en la ciudad de Buenos Aires. Por lo tanto, al comprar el crédito para hacer la operación, se mantendría la opción de seguir operando este activo sin sobresaltos en el futuro.
 - c. **Calidad de los socios:** YPF y PAE son los líderes en su mercado y son los socios naturales que cualquier inversionista buscaría para invertir en Argentina en el sector energía. Por lo tanto, es razonable mantener una saludable relación de negocios con ellos. El acuerdo alcanzado da cuenta de ello, considerando que incluso PAE colocará dinero fresco en la compañía.
 - d. **Relación con otras inversiones en Argentina:** CDS no es el único activo que posee el Grupo Enersis en Argentina. También se tiene participación en otros activos importantes tales como Costanera, El Chocón, Edesur, CTM, TESA y Yacylec, más las participaciones del Foninmem que se activarán a su debido tiempo. Cualquier decisión de inversión debe contemplar una mirada global a las inversiones del Grupo en Argentina, sobre todo considerando que uno de los socios, YPF, es el estado argentino mismo.
 - e. **Mejora en el Net income:** De acuerdo al informe de Itaú y si la compra se realiza a un valor de 33,8 MMUS\$, el Net Income se incrementa en 55 MMUS\$ en el año 2014, como consecuencia de la eliminación de la deuda con terceros, la condonación de intereses, comisiones y diferencial de rescate que realizan los otros socios y los impuestos. Este impacto es incluso mejor que aquel escenario alternativo que es la liquidación de la compañía. Para el 2015 y 2016, el impacto en Net Income es aprox. 7 MMUS\$ cada año.
 - f. **Disminución de deuda neta:** Si la compra de los créditos se realiza en 33,8 MMUS\$, la operación permite disminuir la deuda neta en 188 MMUS\$ (el escenario alternativo de liquidación implica una disminución de 194 MMUS\$).

ii. **Precio de mercado:**

Si analizamos el valor de mercado de los créditos, sólo desde un punto de vista de capacidad de servicio de la deuda, este valor no es cero. Por el contrario, de acuerdo a lo estimado por Itaú BBA, el valor podría estar en un rango entre 12,3 y 50,7 MMUS\$, pero considera escenarios disruptivos.

Para definir un valor para Enersis, sin embargo, hay que considerar la Operación propuesta como un todo, es decir, que esos créditos son adquiridos con el fin de ser capitalizados (excepto por los 88 MMAR\$) y condonados los intereses, además de todos los otros efectos en caja relacionados con la operación (cobro de efectivo e impactos tributarios).

De acuerdo a lo descrito en el punto anterior, es muy razonable considerar que la participación que realmente se está conservando es el 40% de la participación (directa e indirecta) sobre CDS. Concretamente, el valor económico actual de los activos es menor al monto de la deuda, por lo tanto el valor de las acciones que hoy posee ENI es cero. Por ende, la participación por parte de ENI en la operación propuesta, es muy beneficiosa para ella, porque le permite volver a poner en valor esas acciones totalmente depreciadas. En este mismo sentido, si consideramos que PAE está aportando recursos frescos, implícitamente está entregando un valor referencial por mantener su participación cercana al 20% (implica una valoración de CDS de aprox. 75 MMUS\$).

Por lo tanto, comparto la metodología utilizada por Itaú BBA, donde el precio máximo a pagar asciende a 33,8 MMUS\$, compuesto del valor de las acciones a adquirir, la caja de la compañía post operación, cobro por parte de ENI de la amortización de los 88 MMAR\$ y los efectos tributarios.

Considero que este valor contribuye al interés social de ENI y le da la opción de aprovechar en un futuro cercano, potenciales mejoras en la situación de mercado en Argentina. De acuerdo a un escenario de mejora regulatorio (costo plus), el valor de los créditos podría llegar a un rango de entre 71 MMUS\$ y 81 MMUS\$. En caso de usar múltiplos comparables (EV/EBITDA de 4,5x), para el 2014 el rango de valor de los créditos es de 76 MMUS\$ y 90 MMUS\$ para 2014⁵ y entre 55 MMUS\$ y 65 MMUS\$ para 2015⁶.

Desde el punto de vista de ELA, esta operación tiene que ser vista como un complemento del Aumento de Capital de Enersis. En tal ocasión, el 100% del patrimonio de CDS fue valorado negativo en una primera instancia (-57 MMUS\$ en Informe de Eduardo Walker) y posteriormente considerado como valor cero. Por lo tanto, se podría decir que ELA "pagó" al resto de los accionistas de ENI al entregar esas acciones.

Por lo tanto, en mi opinión, el límite superior **del valor de los créditos debe ser 33,8 MMUS\$** (máximo establecido en el informe de Itaú BBA), considerando que se logre repatriar la amortización de los 88 MMAR\$ al tipo de cambio oficial o se decida mantener los fondos en Argentina.

iii. Conclusiones

En mi opinión, para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir los créditos, sujeto a que se haga a un precio de transferencia, términos y condiciones adecuados. Los puntos clave son: *seniority* de la deuda, calidad del activo, calidad de los socios, estrategia global del Grupo en Argentina y mejoras en *Net Income* y Deuda Neta para ENI.

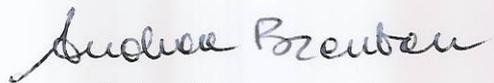
⁵ EBITDA 34,3 MMUS\$

⁶ EBITDA 28,7 MMUS\$

En cuanto al valor, parece razonable considerar que:

- se está conservando el 40% de participación actual en la compañía
- el escenario para valorar la compañía sea uno del tipo conservador, que permita aprovechar potenciales *upsides* de mercado
- debe considerar los impactos en caja para ENI (cobro de amortización e impacto tributario)

Por lo tanto, en mi opinión, el valor al cual Enersis debe adquirir los créditos es como máximo 33,8 MMUS\$ y contribuye al interés social.



Andrea Brentan
Director
Enersis S.A.

Madrid, 8 de octubre de 2014.