

Santiago, 8 de octubre de 2014

Señores
Accionistas de Enersis S.A.
Presente

Ref.: Pronunciamiento sobre transacción entre partes
relacionadas – compra de créditos de Dock Sud

De mi consideración:

En mi calidad de Director y Presidente del Directorio de Enersis S.A. (“Enersis”), sociedad anónima abierta inscrita en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) bajo el N° 175/1983, y en cumplimiento de lo dispuesto por el número 5) del Artículo 147 de la Ley n° 18.046 sobre Sociedades Anónimas (“LSA”), por medio de la presente emito mi pronunciamiento respecto de la conveniencia de la Operación Propuesta, según este término se define a continuación, para el interés social de Enersis.

I. Antecedentes

En primer lugar, pasaré a describir brevemente Central Dock Sud (“CDS”). Esta compañía es un importante agente generador de energía eléctrica de Argentina, ubicada en Buenos Aires, que posee una central térmica de última generación. Su participación de mercado en la producción de energía eléctrica argentina alcanzó un 3,8% en 2013.

La participación económica la comparte Enersis con muy buenos socios: YPF con un 40%, Pan American Energy con un 20% y Enersis con el restante 40%. Enersis e YPF tienen participación indirecta a través de Inversora Dock Sud (IDS).

Desde hace varios años, CDS ha debido enfrentar dificultades operacionales, que le han ocasionado pérdidas en sus Estados Financieros. Para el cierre de 2013, se estima que las pérdidas consumirán la totalidad del patrimonio de la compañía, quedando éste en un valor negativo. De acuerdo con la Ley de Sociedades Comerciales en Argentina, los accionistas deben tomar medidas que subsanen la situación patrimonial, o bien, disolver la compañía.

Enersis, con el resto de los socios (YPF y PAE), han considerado que una solución viable sería la capitalización de la compañía, aportando los créditos que los grupos empresariales de los accionistas han otorgado en el pasado a CDS. Esta solución permitiría capitalizar la compañía y adicionalmente dejarla saludable desde el punto de vista financiero (una empresa sin deuda).

Sin embargo, cabe preguntarse, ¿qué complejidades implica la operación anteriormente descrita?.

En primer lugar, Enersis no posee créditos otorgados a CDS que puedan ser capitalizados, sólo los poseen los otros 2 accionistas (o alguna de las empresas de sus grupos empresariales) y ELA (accionista de Enersis).

¿Qué inconvenientes podríamos encontrar en que ELA capitalice estos créditos?

Lo primero que hay que considerar es que cualquier capitalización que pretenda realizar un tercero – no accionista- en la sociedad Dock Sud (incluida ELA), debe ser previamente aprobada por sus socios (esto es YPF, PAE e IDS, esta última controlada por Enersis), e implicaría necesariamente una dilución de la participación de Enersis en CDS. En el caso de ser ELA la sociedad que capitaliza las acreencias, la aprobación del aumento de capital pagadero en especie en IDS y CDS, es considerada una Operación entre Partes Relacionadas (“OPR”) en Chile, con todos los requerimientos legales asociados para su aprobación, entre ellos, la realización de una Junta Extraordinaria de Accionistas. Posteriormente, y para remediar la dilución de Enersis en CDS, Enersis debería comprarle a ELA las acciones que esta última adquirió por la capitalización, lo cual al ser también una OPR, desembocaría en la realización de otra Junta de Accionistas.

Adicionalmente, la operación realizada según este esquema, constituiría una vulneración del compromiso adquirido por el controlador de Enersis con sus otros accionistas a propósito de su aumento de capital en el año 2012, en el sentido que el vehículo exclusivo de inversión en Sudamérica para el grupo sería Enersis.

De esta forma, la “Operación Propuesta” respecto de la cual me pronuncio por medio de la presente, consiste en la compra venta de los créditos que posee ELA a favor de CDS, para su posterior pesificación, condonación de intereses y accesorios y capitalización de los principales en CDS e IDS. Adicionalmente, la operación se completa con el cobro por parte de Enersis de los 88 MMAR\$ aproximadamente, para equilibrar las participaciones de todos los accionistas, a los niveles previos a esta operación.

Considerando que la Operación Propuesta contempla la compra de un activo a la sociedad ELA, accionista de Enersis, la operación se considera una OPR y debe cumplir con las disposiciones del Título XVI de la LSA.

Para formalizar esta Oferta, con fecha 19 de septiembre, se ha recibido por parte del socio PAE, una carta (“Oferta”) de carácter irrevocable, en la cual se describe paso a paso, la Operación Propuesta y las obligaciones de cada una de las partes. Posteriormente, con fecha 22 de agosto, el socio YPF, ha aceptado la oferta de manera irrevocable.

Considerando que desde el punto de vista de Enersis, la Operación Propuesta debe ser sometida a aprobación de la Junta Extraordinaria con la aprobación de al menos 2/3 de los accionistas, tanto Enersis como IDS y ELA están pendientes de aceptar la Oferta.

II. Declaración sobre relación con accionista controlador

Declaro que soy Director y Presidente de Enersis desde el 26 de julio de 2002 y que en la Junta Ordinaria de Accionistas de esta sociedad, celebrada con fecha 16 de abril de 2013, en la cual se designó el Directorio actual, fui designado Director con los votos del accionista controlador. Asimismo, declaro que estos votos fueron determinantes para ser elegido director. Igualmente declaro que en sesión del Directorio de Enersis de 16 de abril de 2013 fui designado Presidente del Directorio.

Declaro que tengo interés en la Operación Propuesta de conformidad con las interpretaciones administrativas emanadas de la SVS. Tal declaración de interés fue manifestada formalmente a la sociedad en la sesión del Directorio de la Compañía del día 30 de julio de 2014.

En lo que respecta a ELA, sociedad participada en un cien por ciento por Endesa, S.A. (Endesa España), fui miembro del Consejo de Administración de esta última en virtud de lo resuelto por la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas del 10 de octubre de 2006. El 27 de junio de 2008 renuncié como consecuencia de la reducción del mencionado Consejo a tres miembros. Asimismo, desde el 17 de junio de 2004 y hasta la fecha, soy asesor del Comité de Dirección de Latinoamérica.

Asimismo, declaro que soy directa e indirectamente accionista de Enersis S.A..

Declaro no tener otra relación distinta de las enunciadas con ninguna de las sociedades involucradas en la Operación.

III. Consideraciones generales

De acuerdo a la LSA, debo dar mi opinión respecto a la Operación Propuesta en los términos y condiciones establecidos en la Oferta. Esto, una operación definida de principio a fin, en la que concurren todos los socios en iguales condiciones.

En mi opinión, la Operación Propuesta debe considerar las siguientes preguntas:

1. Si estos créditos en poder de ELA estuviesen a la venta por un tercero, ¿serían estos activos interesantes para que Enersis los incorporara? Esto es, más allá de si el precio es adecuado, o quién es el dueño de los activos.
2. En caso de responderse afirmativamente a esta primera pregunta y considerando la Operación Propuesta, corresponde preguntarse ¿cuál debiese ser el precio a pagar por los créditos?
3. Interesando a Enersis comprar estos créditos y habiéndose determinado un precio adecuado para éstos, entonces cabe preguntarse qué implicancias tiene para Enersis y sus accionistas, aceptar la Oferta que han propuesto y aceptado los otros socios.

La operación bajo análisis presenta algunas particularidades:

- (i) Ni ELA ni Enersis están obligados a concurrir a la Operación Propuesta. La aceptación de cada una de las partes dependerá, entre otras cosas, del precio acordado en la transacción.
- (ii) Uno de los créditos a adquirir (denominado Préstamo Estructurado), tiene una calidad senior frente al resto de la deuda de la compañía, incluyendo garantías sobre la planta y las acciones de CDS.

Estas particularidades hacen necesario, por lo tanto, formularse las siguientes cinco preguntas:

- a. ¿Qué interés podría tener Enersis en adquirir esos créditos?
- b. ¿Es un buen momento para que Enersis “invierta” en Argentina?
- c. ¿Qué interés podría tener ELA en vender esos créditos?
- d. ¿Qué otras alternativas tendría ELA, en lugar de vender esos créditos a Enersis?
- e. ¿Cómo se compara el desembolso que haría Enersis con el aporte que harían los demás accionistas de CDS?

III.1. Contribución de la Operación Propuesta al Interés Social a Enersis

1. Enersis es actualmente una empresa con una importante presencia en generación y distribución eléctrica en Argentina. Además de CDS, posee otros activos importantes, tales como Costanera, Chocón y Edesur. Por lo tanto, cualquier decisión de inversión o desinversión, debe ser vista como parte de una estrategia más global.
2. La rentabilidad de la Bolsa en Argentina (MERVAL) es una de las que más ha crecido en el mundo. Su rentabilidad de último año en dólares supera el 70%, demostrando que los inversionistas ven un futuro mejor para esa economía. A continuación se muestra un cuadro comparativo de las rentabilidades de las bolsas del mundo, obtenido de la publicación The Economist:

Markets

	Index Sep 24th	one week	% change on Dec 31st 2013	
			in local currency	in \$ terms
United States (DJIA)	17,210.1	+0.3	+3.8	+3.8
United States (S&P 500)	1,998.3	-0.2	+8.1	+8.1
United States (NASComp)	4,555.2	-0.2	+9.1	+9.1
China (SSEA)	2,453.4	+1.5	+10.8	+9.3
China (SSEB, \$ terms)	264.1	+1.0	+5.5	+4.1
Japan (Nikkei 225)	16,167.5	+1.8	-0.8	-4.1
Japan (Topix)	1,326.2	+1.6	+1.8	-1.6
Britain (FTSE 100)	6,706.3	-1.1	-0.6	-1.9
Canada (S&P TSX)	15,120.5	-2.2	+11.0	+6.4
Euro area (FTSE Euro 100)	1,056.9	+0.1	+3.6	-3.7
Euro area (EURO STOXX 50)	3,244.0	+0.2	+4.3	-3.1
Austria (ATX)	2,239.1	-1.9	-12.1	-18.3
Belgium (Bel 20)	3,207.8	+0.8	+9.7	+1.9
France (CAC 40)	4,413.7	-0.4	+2.7	-4.6
Germany (DAX)*	9,662.0	nil	+1.1	-6.0
Greece (Athex Comp)	1,106.0	-2.3	-4.9	-11.6
Italy (FTSE/MIB)	20,691.0	-2.0	+9.1	+1.3
Netherlands (AEX)	421.4	+0.9	+4.9	-2.6
Spain (Madrid SE)	1,107.8	-0.4	+9.5	+1.7
Czech Republic (PX)	977.5	-0.7	-1.2	-8.7
Denmark (OMXC20)	688.6	-0.4	+21.7	+13.3
Hungary (BUX)	18,092.9	-3.6	-2.5	-13.2
Norway (OSEAX)	676.5	-1.2	+12.2	+6.8
Poland (WIG)	54,416.7	-1.3	+6.1	-1.8
Russia (RTS, \$ terms)	1,189.2	-0.1	-4.2	-17.6
Sweden (OMXS30)	1,411.2	+0.3	+5.9	-5.1
Switzerland (SMI)	8,797.2	-0.3	+7.2	+1.1
Turkey (BIST)	75,193.0	-4.8	+10.9	+6.5

Markets

	Index Sep 24th	one week	% change on Dec 31st 2013	
			in local currency	in \$ terms
Argentina (MERV)	12,257.1	+6.5	+127.4	+75.8
Brazil (BVSP)	56,824.4	-3.9	+10.3	+9.4
Chile (IGPA)	19,335.5	-1.1	+6.1	-6.8
Colombia (IGBC)	13,807.4	-3.0	+5.6	+1.7
Mexico (IPC)	45,116.9	-2.0	+5.6	+4.0
Venezuela (IBC)	2,951.0	+6.7	+7.8	na
Egypt (Case 30)	9,718.8	+1.5	+43.3	+39.2
Israel (TA-100)	1,305.0	+0.8	+8.1	+2.2
Saudi Arabia (Tadawul)	10,720.5	-3.1	+25.6	+25.6
South Africa (JSE AS)	50,053.9	-2.2	+8.2	+1.7
Europe (FTSEurofirst 300)	1,385.8	nil	+5.3	-2.2
World, dev'd (MSCI)	1,723.7	-0.7	+3.8	+3.8
Emerging markets (MSCI)	1,035.3	-2.5	+3.3	+3.3
World, all (MSCI)	423.7	-0.9	+3.7	+3.7
World bonds (Citigroup)	920.7	-0.5	+1.6	+1.6
EMBI+ (JPMorgan)	706.9	+0.8	+8.5	+8.5

- La nuevas resoluciones 95 de 2013 y resolución 529 del 2014 del mercado eléctrico argentino, han sido mejoras concretas que apuntan a un escenario más favorable en un futuro cercano. Si bien estas medidas aún no son suficientes para sostener un negocio eléctrico rentable en el largo plazo, son mejoras reales al sistema.
- Considero que la situación regulatoria actual es insostenible en el largo plazo, por lo que necesariamente ésta tendría que mejorar en el futuro hacia un escenario de Costo Plus.
- Los créditos que ELA ofrece a ENI, tienen una preferencia por sobre los demás créditos. Esta preferencia podría ser traducida a valor.
- Adicionalmente, la adquisición de los créditos por parte de Enersis más que aumentar su exposición a Argentina, tiene que verse como una ratificación de la inversión actual.
- En caso que Enersis no concurra a la Operación Propuesta, podría generar un conflicto con los actuales socios, los cuales son importantes *players* del mercado argentino. En efecto, al estar en una situación de patrimonio negativo, las acciones correctivas son mandatorias, por lo que Enersis perdería cualquier derecho a reclamo frente a una potencial disolución y esta disolución la haría perder sus derechos preferentes, virtud del acuerdo de accionistas.

8. Todos los socios condonarán los intereses y comisiones que les correspondan. Respecto al aporte de los créditos, tanto Enersis como YPF aportarán sus créditos de manera equivalente a su valor nominal. PAE aportará dinero fresco, ya que no tiene tantos créditos como participación accionaria.
9. Parte de los fondos frescos están destinados a Enersis.
10. Enersis quedaría con una filial saneada desde el punto de vista patrimonial y además sin deuda.
11. CDS es considerado un activo estratégico en Argentina, dado su capacidad, tecnología y ubicación, lo que le otorga un valor potencial importante.
12. La Operación Propuesta ratifica a Enersis como único vehículo de inversiones de Endesa y Enel S.p.A., en la región, salvo Enel Green Power.

Por todo lo anteriormente mencionado, soy de la opinión que la Operación Propuesta sí interesa a Enersis y contribuye a su interés social, dado que está en línea con su enfoque estratégico.

III.2. La Operación Propuesta se ajusta en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalecen en el mercado

Debe contestarse entonces la pregunta ¿cuál debiese ser el precio de los créditos?.

Al respecto, cabe destacar que se está frente a una operación compleja, desarrollada en el mercado argentino, uno de los cuales presenta las mayores complejidades que hemos visto recientemente, especialmente en el último tiempo respecto a la situación de la deuda del Estado y su litigio con los denominados *holdouts*. Por lo tanto, hacer referencia a “precios de mercado” se vuelve particularmente complicado. Por lo anterior el Directorio de Enersis determinó la contratación del Evaluador Independiente Itaú BBA del Banco Itaú Chile (“Banco Itaú” o “Itaú”) para determinar un valor que se ajuste a las “condiciones que predominan en el mercado al momento de la operación y que contribuya al interés social”. Por su parte el Comité de Directores determinó la contratación del evaluador independiente IM Trust (“IMT”), con el mismo propósito.

El criterio que siguen ambos Evaluadores Independientes es estimar el valor de mercado de CDS mediante la metodología de flujo de caja descontado, más los fondos que recibiría Enersis, menos los desembolsos de los impuestos.

Por lo mismo, me parece razonable considerar las estimaciones hechas por los Evaluadores Independientes designados por el Directorio de Enersis, Itaú , y por el Comité de Directores de Enersis, IMT.

Hago presente que tanto los informes de IMT como de Itaú emitidos con fecha 30 de septiembre y 02 de octubre, respectivamente, se encuentran a disposición de los accionistas y del público en general, en la página de Internet de Enersis, y recomiendo encarecidamente a los accionistas de Enersis que lean en detalle estos informes.

III.2.a. Estimación del valor de mercado para Enersis de los créditos realizada por Itaú

Sumariamente, Itaú estima el valor de mercado de los créditos entre 20 y 51 MMUS\$, resultante de aplicar diversas metodologías, basadas en la capacidad del servicio de la deuda o escenarios de liquidación asumidos por terceros.

Para analizar a qué valor se considerada que la operación contribuía la interés social de Enersis, Itaú consideró 4 conceptos: i) valor del equity que finalmente Enersis adquiriría tras la capitalización (considera 40,25% de acciones de CDS), más ii) caja proporcional de CDS, luego de la operación, más iii) flujo de caja que recibirá ENI tras la operación, y menos, iv) el impacto tributario (efecto caja) para Enersis.

Según Itaú y acorde con la metodología descrita anteriormente, el valor de los créditos debiera ser igual o menor a 33,8 MMUS\$, para que la Operación Propuesta contribuya al interés social. Lo anterior considera como supuesto, que la caja a cobrar por Enersis, es cobrada utilizando el tipo de cambio oficial y que la regulación del mercado eléctrico continúa básicamente como la actual, sin mejoras adicionales.

Dentro del análisis de Itaú, se mencionan algunos valores adicionales para efectos de referencia (los cuales no son utilizados en su recomendación), tales como flujo de caja descontados en un escenario regulatorio más favorable (tarifas según costo plus en el futuro), valoración implícita del socio PAE o bajo la metodología de múltiplos comparables o transacciones precedentes. En todos los casos, la valoración es sustancialmente mayor que en el escenario recomendado. Como referencia, el valor implícito en el escenario recomendado está entre 65 y 78 MMU\$ como Valor de Empresa para CDS, mientras que en los escenarios más optimistas, el valor podría llegar a un rango e 166 y 201 MMUS\$.

Lo anterior indica, que el valor propuesto por Itaú, podría considerarse como conservador.

Por último, Itaú hace análisis de Net Income y deuda neta, en que se demuestra que la operación es beneficiosa para Enersis.

III.2.b. Estimación del valor de mercado para Enersis de los créditos por IMT

IMT estima el valor de mercado de los créditos utilizando los mismos componentes que Itaú: i) Valor de mercado de las acciones de CDS que se recibirán después de la capitalización; ii) caja a cobrar por Enersis y, iii) impacto tributario. La gran diferencia con el informe de Itaú, es que IMT considera que los créditos a adquirir darán derecho a Enersis a sólo el 29,24% de las acciones.

Adicionalmente, y a modo de comparación, IMT muestra otras metodologías de cálculo, mejorando los supuestos del flujo de caja descontado o usando múltiplos comparables, donde el valor de CDS podría pasar de un rango entre 63 y 70 MMUS\$, a un rango entre 195 y 210 MMUS\$. En general, todos los escenarios alternativos superan el valor recomendado por IMT, por lo que también podemos afirmar que este banco utilizó una metodología conservadora.

Finalmente, el valor para Enersis que asigna IMT a los créditos, está en un rango de 21,1 y 23,6 MMUS\$.

Respecto de la diferencia entre el porcentaje de acciones a recibir entre 29,24% (IMT) y 40,25% (Itaú), podrían encontrarse argumentos que justifiquen ambos escenarios. En el caso del 40,25%, podría considerarse que ELA no está obligada a participar de la Oferta en las condiciones actuales. Dado que es dueño de una deuda que tiene ciertas garantías por el resto de las otras deudas, ELA tiene un poder de negociación tal, que en un caso extremo podría hacer perder a Enersis, incluso aquel porcentaje diluido en torno al 11% que mantendría si no capitaliza los créditos. Esta tesis puede verse reafirmada en el sentido que existen actores de mercado (inversionistas de alto riesgo), que estarían dispuestos a adquirir los créditos, apostando no sólo a una recuperación mayor en el futuro, sino que queda con un porcentaje mayor de la compañía.

En el caso de IMT, en cambio, el banco considera que un escenario como el anteriormente descrito es poco probable. Su valorización está centrada en la descripción estricta del contenido de la Oferta. Cualquier escenario fuera de esta Oferta, es considerado menos beneficioso para las partes, por lo que no existirían incentivos a romper el acuerdo con los demás socios.

En base a estos antecedentes, estimo lo siguiente respecto del valor de mercado de los créditos:

1. Los dos informes recibidos por el Directorio muestran consistencia en cuanto al valor de CDS que se obtiene al realizar descuento de flujos de caja proyectados de las compañías (escenario Resolución 529 o escenario base).
2. Ambos evaluadores independientes han considerado los efectos en caja de la operación: ingreso de fondos en ENI y egresos relacionados a impuestos.
3. Hay argumentos que justifican tanto la utilización del 40,25%, así como también el 29,24% de las acciones de CDS, pero el hecho real es que el valor actual de las acciones de Enersis es cero.
4. Con base en estos antecedentes el valor de mercado de los créditos quedaría establecido, tal como se incluye en el informe de Itaú, en un rango entre 20 y 51 MMUS\$. Este valor sería a mi juicio el valor justo para el mercado.

5. La base de la valoración en ambos bancos, corresponde al valor de los activos de CDS, en base a la metodología de flujos de caja descontados. Si comparamos los escenarios utilizando como referencia la Resolución 529, los valores son prácticamente los mismos y rondan los 80 MMUS\$ por el 100% de CDS.
6. Sin embargo, considerando los impactos directos para Enersis, el valor de mercado para Enersis que ha establecido IMT alcanza un valor de hasta 23,6 MMUS\$, mientras que el valor de Itaú lo establece por debajo de 33,8 MMUS\$.
7. Para validar los valores propuestos los evaluadores realizan una valoración por múltiplos comparables. En ambos casos los resultados están muy por encima de los escenarios de Resolución 529 u otros conservadores, incluyendo el pago de PAE que implica dinero fresco.
8. En conclusión, el rango de valor de mercado para los créditos sobre el cual debería situarse está entre 23,6 y 33,8 MMUS\$ (valor promedio de 28,7 MMUS\$).
9. No obstante que el rango de valores expuesto se construye a partir de ciertos supuestos de tipo de cambio, utilizado para expatriar los 88 MMAR\$ a ser cobrados por Enersis. Si el valor en dólares, es menor, el valor a pagar debería ajustarse por ese valor.

IV. Informe del Comité de Directores

El Comité de Directores, en la reunión extraordinaria sostenida en el día 6 de octubre de 2014, confirma que la Operación Propuesta "sí contribuye al interés social".

Al momento de indicar el valor de los créditos, el rango de valor máximo a pagar lo sitúan entre un mínimo de 23,8 MMUS\$ y un máximo de 27,8 MMUS\$. Todas estas cifras están basadas en metodologías similares a las utilizadas por los evaluadores independientes y difieren unas de otras, en cuanto al porcentaje de acciones que obtiene Enersis post-capitalización y en los escenarios de proyecciones de flujos.

V. Conclusiones

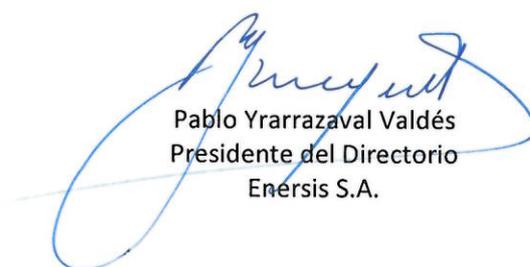
A modo de conclusión, en mi opinión:

1. La operación propuesta tiene gran encaje estratégico, toda vez que permitiría reconfirmar la participación de Enersis en Argentina, donde la compañía tiene interés de seguir invirtiendo;
2. El dinero a pagar, puede verse como una inversión, en un momento en que los activos energéticos están baratos, con un gran potencial crecimiento a futuro.

3. La Operación Propuesta consolida a Enersis como único vehículo de inversión de Endesa y Enel S.p.A. para la región (a excepción de Enel Green Power);
4. El precio máximo a pagar por los créditos, para que la operación propuesta contribuya al interés social de Enersis debería ser 28,7 MMUS\$; y
5. Los socios de Enersis son importantes players de mercado, con un objetivo común: sanear financieramente un activo muy importante en el sistema argentino, de cara a potenciales mejoras futuras.

A luz de lo anterior, opino que la Operación Propuesta contribuye al interés social de Enersis.

Le saluda muy atentamente,



Pablo Yarrazaval Valdés
Presidente del Directorio
Enersis S.A.